

Rolf Piesnack

Fundamenttianalyysi sijoittajan työkaluna

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalous

Opinnäytetyö

Toukokuu 2018

Tekijä(t) Otsikko	Rolf Piesnack Fundamenttianalyysi sijoittajan työkaluna
Sivumäärä Aika	43 sivua Toukokuu 2018
Tutkinto	Tradenomi
Koulutusohjelma	Liiketalous
Suuntautumisvaihtoehto	Laskentatoimi ja Rahoitus
Ohjaaja(t)	Lehtori Elisabeth Schauman
<p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli tutkia fundamenttianalyysia sijoittajan työkaluna, esittää sen osa-alueet ja teoria, ja arvioida sen soveltamisen hyötyjä piensijoittajan sijoitustoimintaan. Työ tutki fundamenttianalyysin teoriaa, esittäen yrityksen ja sen toimintaympäristön analyysin keskeisimmät tekijät sekä perehdyttään lukijan tilinpäätöksiin ja taloudellisten tunnuslukujen lukemiseen.</p> <p>Työssä käytettiin esitettyyn teoriaan perustuvaa case-tutkimusta Remedy Entertainment Oyj:stä, tavoitteena soveltaa teoriaa käytännössä ja arvioida esitetyn teorian mahdollisia hyötyjä. Case-tutkimuksen kohde valittiin kirjoittajan alan tuntemuksen sekä yrityksen taloudellisten tietojen suhteellisen yksinkertaisuuden takia. Opinnäytetyön kirjoittamisen tukena käytettiin alan ammattikirjallisuutta, aihetta käsitteleviä oppikirjoja, lehtiartikkelia, internet-lähteitä sekä saatavilla olevaa case-tutkimuksen yrityksen tilinpäätösaineistoa.</p> <p>Case-tutkimuksen perusteella opinnäytetyön tutkimuskysymykselle saatiin vastaus: piensijoittaja pystyy hyötymään fundamenttianalyysin menetelmien soveltamisesta omassa sijoitustoiminnassaan. Saatujen hyötyjen rahallinen arvo oli hankalasti määritettävissä, jos sitä on lainkaan, mutta saatu ymmärrys analyysin kohteesta ja sen toimintaympäristöstä oli konkreettinen hyöty, jota sijoittaja pystyi käyttämään sijoitustoiminnassaan. Myös analyysiprosessin kehittämät tiedonhaun, analyysin ja kriittisen ajattelun taidot olivat prosessin tarjoama hyöty, jota sijoittaja pystyi soveltamaan muuhun toimintaansa.</p>	
Avainsanat	fundamenttianalyysi, yritysanalyysi, tunnusluvut, tilinpäätös, toimiala, strategia

Author(s) Title	Rolf Piesnack Fundamental Analysis as a Tool for the Investor
Number of Pages Date	43 pages May 2018
Degree	Bachelor of Business Administration
Degree Programme	Economics and Business Administration
Specialisation option	Accounting and Finance
Instructor(s)	Elisabeth Schauman, Senior Lecturer
<p>The purpose of this Bachelor's thesis was to examine fundamental analysis as a tool for the investor, to explain the theory and key components of fundamental analysis, and to judge the benefits of applied fundamental analysis in a small-scale investor's investment activities. The thesis examined the theory of fundamental analysis, presenting the central aspects of company analysis and sector analysis. The thesis also introduced the reader to financial statement analysis and financial key ratios.</p> <p>The thesis used a case study, which was an analysis of Remedy Entertainment Plc., to apply the presented theory and to judge its benefits. The subject of the case study was chosen based on the author's knowledge of the subject industry and also based on the relative simplicity of the subject's financial statements. The writing of the thesis was supported by professional literature, textbooks on economics, internet sources and the available financial statements of the case company.</p> <p>Based on the case study, answers were found to the research question of the thesis: a small-scale investor can benefit from applying the methods of fundamental analysis in their investment activity. The monetary benefits received seemed to be hard to measure, if they exist, but the gained understanding of the subject matter of the analysis and its operational environment were a concrete, applicable benefit for the investor. The analysis process also had the benefit of sharpening the investor's skills in research, analysis and critical thinking, which was another concrete benefit for the investor.</p>	
Keywords	fundamental analysis, financial statement analysis, company analysis, ratios, strategy

Sisällys

1	Johdanto	3
1.1	Tutkimuksen lähtökohdat	3
1.2	Tutkimusongelmat ja tavoitteet	3
1.3	Tutkimusmenetelmä, työn rajausta ja rakenne	4
2	Fundamenttianalyysi	5
2.1	Mitä fundamenttianalyysi on?	5
2.2	Fundamenttianalyysin prosessi	6
2.3	Analyysin kohteen valitseminen ja tiedonhaku	6
3	Yrityksen ja toimialan analysointi	8
3.1	Toimialaan ja toimintaympäristöön tutustuminen	8
3.2	Yrityksen toimintaan ja strategiaan tutustuminen	9
4	Tilinpäätösanalyysi	12
4.1	Tilinpäätös	12
4.2	Tuloslaskelma	14
4.3	Tase	14
4.4	Rahavirtalaskelma	15
4.5	Tunnusluvut	16
4.5.1	Kannattavuus	17
4.5.2	Vakavaraisuus	20
4.5.3	Maksuvalmius	23
4.5.4	Osakkeen tunnusluvut	24
4.5.5	Kasvu	27
4.6	Arvonmääritys	28
5	Case-tutkimus	30
5.1	Lähtökohdat	30
5.2	Esimerkki toimiala-analyysistä	30
5.3	Esimerkki yritysanalyysistä	32
5.4	Esimerkki tilinpäätösanalyysistä	36
5.5	Esimerkkianalyysin yhteenveto	39
6	Päätäntö	39
6.1	Johtopäätökset	39

6.2 Työn arviointi	41
Lähteet	42

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen lähtökohdat

Moni aloittava sijoittaja kokee osakkeen arvomäärityksen esoteeriseksi ja tarvittavan tiedon hakemisen hankalaksi. Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on esittää fundamenttianalyysiprosessi ja osakkeen arvonmääritys aloittelevalle sijoittajalle riittävän kattavasti ja selkeästi, ja tuottaa lukijalle tarpeeksi informaatioita, jotta hän pystyy itsenäisesti hyödyntämään fundamenttianalyysin menetelmiä oman sijoitustoimintansa tukena. Tavoitteena on myös arvioida analyysiprosessin todellisia hyötyjä piensijoittajalle. Tämä opinnäytetyö sisältää myös esimerkkitietojen analyysin, hyödyntäen teoreettisessa viitekehyksessä esitettyä analyysiprosessia käytännössä.

1.2 Tutkimusongelmat ja tavoitteet

Fundamenttianalyysi on tiedonhankintaa, jonka tavoitteena on selvittää kaikki kohteen arvoon vaikuttavat tosimaailmalliset tekijät eli *fundamenttitekijät*. Analyysin kohteesta ja sen toimintaympäristöstä saatavilla olevan julkisen tiedon perusteella pyritään ennustamaan kohteen tulevaa kehitystä, ja määrittämään tämän kehityksen arvo. Jos kohteelle määritetty arvo eroaa sen markkinahinnasta, tästä tiedosta pystyy teoriassa hyötymään kaupankäynnissä. Moderniin portfolioteoriaan sisältyvän tehokkaiden markkinoiden oletuksen mukaan kaikki julkinen ja yrityksen arvon kannalta merkittävä tieto kuitenkin heijastuu välittömästi arvopaperien hintoihin, tehden analyysistä hyötymisen pitkällä aikavälillä mahdottomaksi. (Berk & DeMarzo 2011, 63).

Fundamenttianalyysillä on myös muita heikkouksia: analyysissä käytetty informaatio tai siitä vedetyt johtopäätökset voivat olla väärässä, analyytikon arvio kohteen arvosta voi olla väärässä, ja vaikka analyysi ja arvonmääritys olisivatkin oikeassa, kohteen markkinahinta ei välttämättä koskaan kohtaa sille määritettyä arvoa. (Penman 2001, 5; Malkiel 1999, 118-119.) Näistä heikkouksista huolimatta fundamenttianalyysi on yhä tärkeä työkalu analyytikoille ja sijoittajille – jos julkista tietoa ei analysoidaisi ja sen perusteella ei sijoitettaisi, täydellisten markkinoiden oletamus ei toteutuisi. Tällöin olisi kannattavaa analysoida tietoa ja sijoittaa sen perusteella, sisällyttäen julkisen tiedon ja tulevaisuuden odotukset hintaan, täyttäen täydellisten markkinoiden oletuksen. Siksi kiinnostuin siitä, pystyykö piensijoittaja hyödyntämään analyysiprosessia sijoitustoimintansa tukena.

Tämän työn tutkimuskysymys on: *pystyykö piensijoittaja hyötymään fundamenttianalyysin menetelmien soveltamisesta omaan sijoitustoimintaansa*. Tavoitteena on selittää mitä fundamenttianalyysi on, esittää fundamenttianalyysin prosessi ja teoria, tehdä esimerkkianalyysi tämän prosessin mukaan ja arvioida prosessin mahdollista hyötyä piensijoittajalle. Teoriapohja keskittyy osakeanalyysiin, mutta samoja periaatteita voi osittain soveltaa myös muihin sijoituksiin.

1.3 Tutkimusmenetelmä, työn rajausta ja rakenne

Käytän työssäni kvalitatiivista eli laadullista tutkimusmenetelmää. Fundamenttianalyysiä tutkitaan siis todellisen elämän puitteissa ja mahdollisimman kokonaisvaltaisesti opinnäytetyölle asetettujen rajojen sisällä. (Hirsijärvi & Remes & Sajavaara 2009, 121.) Työhön sisältyy case-tutkimus, jonka tavoitteena on soveltaa esitettyä teoriaa ja etsiä vastaus esitetylle tutkimuskysymykselle. Hyödynnän tutkimuksessani lähteinä koti- ja ulko- maista kirjallisuutta aiheesta, alan internetsivuja ja -julkaisuja sekä artikkeleita.

Opinnäytetyö on kohdistettu yritysanalyysistä ja sijoittamisesta kiinnostuneille, tarjoten lähtökohdan aiheeseen syventymiselle ja oman analyysin tekemiselle. Lisäksi kohderyhmänäni ovat henkilöt, jotka ovat harrastaneet sijoitustoimintaa käyttämättä fundamenttianalyysiä työkalunaan, ja heille jotka ovat kiinnostuneet analyysiin perustuvasta sijoittamisesta.

Opinnäytetyö alkaa tutustumisesta fundamenttianalyysiin, jossa käyn läpi fundamenttianalyysin periaatteen ja prosessin sekä käsittelen analyysin kohteen valitsemista ja analyysiprosessin tiedonhakua. Tämän jälkeen esitän tarkemmin fundamenttianalyysin analyysiprosessin osa-alueet, eli toimiala-, yritys- ja tilinpäätösanalyysit, sekä suhteellisen arvonmäärityksen perusteet. Esitetty arvonmäärityksen teoria keskittyy pääosin suhteelliseen arvonmääritykseen, sillä pidän arvonmääritysmallien vaatiman yli viiden vuoden kehityksen ennusteen laatimista liian vaativana ja epätarkkana valitsemalleni kohderyhmälle. Opinnäytetyöhön sisältyy myös case-menetelmä, Remedy Entertainment Oyj:stä tehty esimerkkianalyysi, jossa esittämäni fundamenttianalyysin prosessia hyödynnetään käytännössä. Opinnäytetyön loppuosassa on esitetty johtopäätökset ja loppupohdinnat sekä työn arviointi.

2 Fundamenttianalyysi

2.1 Mitä fundamenttianalyysi on?

Fundamenttianalyysi tarkoittaa sellaista tiedonhankintaa ja analyysiä, jossa tutkitaan arvopaperin tai muun sijoituskohteen arvoon vaikuttavia tosimaailman tekijöitä. Teoriassa mukaan lasketaan kaikki mikä voi vaikuttaa kohteen arvostukseen, yhtiökohtaisista taloudellisista tunnusluvuista ja johtamisesta sektori- ja markkinatilanteeseen ja megatrendeihin. Tiedonhaun ja analyysin tavoitteena on tuottaa mahdollisimman realistinen kuva kohteen ja sen toimintaympäristön menneisyydestä, nykyhetkestä ja tulevaisuudennäkymistä. Kerättyä tietoa hyödynnetään kohteen arvonmäärityksessä, missä fundamentitekijöihin perustuvat sijoittajan tuottovaatimus ja ennuste tulevasta kehityksestä muodostavat kohteen arvon. (Penman 2001, 5.)

Fundamenttianalyysiä käytetään paljon muun muassa yrityskaupoissa, missä sekä ostajalle että myyjälle on tärkeää löytää oikea hinta yritykselle. Analyytikkoyritykset tekevät jatkuvasti maksullisia ja maksuttomia analyysejä julkisen kaupankäynnin kohteena olevista yrityksistä, päivittävät näkemyksiään uuden tiedon valossa, ja ottavat kantaa yhtiöiden julkaisuihin. Analyysin tavoitteena on siis luoda mahdollisimman tarkka kuva yrityksen tulevasta taloudellisesta menestyksestä ja siihen liittyvistä riskeistä, ja pyrkiä hyödyntämään tätä informaatiota kaupankäynnissä.

Fundamenttianalyysi rinnastetaan usein toiseen suosittuun analyysimenetelmään, tekniseen analyysiin. Molemmat analyysimenetelmät pyrkivät ennustamaan osakkeen tulevaa menestystä tutkimalla olemassa olevaa dataa. Tekninen analyysi tutkii osakkeella käytyä kaupankäyntiä ja siinä esiintyviä trendejä, missä fundamenttianalyysi tutkii osakkeen tai muun arvopaperin taustalla olevan kohteen tulevaan kehitykseen vaikuttavia reaalitaloudellisia tekijöitä. Tekninen analyysi olettaa arvopaperin hinnan olevan suurimaksi osin psykologista, jolloin markkinakäyttäytymistä seuraamalla pystyy ennustamaan tulevaa markkinakäyttäytymistä. Fundamenttianalyysi olettaa arvopaperin hinnan pohjautuvan logiikkaan, ja viimeistään pitkällä aikavälillä edustavan yrityksen tuottamia kassavirtoja ja osinkoja. (Malkiel 1999, 118-119.)

Fundamenttianalyysiä on myös kritisoitu. Modernin portfolioteorian mukaan kaikki julkinen informaatio on jo sisällytetty arvopaperin markkinahintaan, joten tuoton tavoittelu tutkimalla jo sisään hinnoiteltua informaatiota on turhaa työtä. Näennäisestä faktoihin nojaamisesta huolimatta fundamenttianalyysi voi myös pettää. Analyytikon arvio yrityksen arvosta tai tulkinta informaatiosta voi olla väärässä, analyysissä käytetty informaatio voi olla väärässä, ja vaikka analyytikon arvio yrityksen arvosta olisi paikkansapitävä, osakkeen markkinahinta ei välttämättä koskaan kohtaa analyysin kautta määritettyä ”todellista arvoa”. (Malkiel 1999, 132-134.) Näistä heikkouksista huolimatta fundamenttianalyysi on yhä suosittu työkalu analyytikkojen arsenaalissa. Fundamenttianalyysin heikkouksien tiedostaminen auttaa myös analyysin tavoitteiden asettamisessa. Vaikka arvio tulevaisuudesta - ja täten arvio osakkeen arvosta - on epävarma, yrityksen toimintaympäristöön, strategiaan, kilpailuetuihin, taloudelliseen tilanteeseen ja tulevaisuuteen pureutuminen on hyödyllistä etenkin tarkastellessa osakkeen mahdollisuuksia pitkän aikavälin sijoituksena.

2.2 Fundamenttianalyysin prosessi

Esitetty fundamenttianalyysin prosessi perustuu Michael Penmanin (2001) kirjassaan ”Financial Statement Analysis & Security Valuation” esittämään viiden vaiheen fundamenttianalyysiprosessiin, ja Jukka-Pekka Kallungin ja Jaakko Niemelän (2012) kirjassaan ”Osakkeen Arvonmääritys – Onnistunut Sijoituspäätös” esittämään arvonmääritysprosessiin. Kokoamani prosessi koostuu yrityksen toiminta- ja kilpailuympäristön analysoimisesta, itse yrityksen toiminnan ja strategian analysoimisesta, toteutuneen taloudellisen kehityksen tutkimisesta tilinpäätösanalyysin avulla sekä suhteellisen arvonmäärityksen käytöstä sijoituspäätöksen apuna.

2.3 Analyysin kohteen valitseminen ja tiedonhaku

Jokainen fundamenttianalyysi alkaa analyysin kohteen valitsemisella. Paras neuvo analyysiprosessiin liittyen onkin oman asiantuntemuksen ja mielenkiinnon hyväksikäyttö. Fundamenttianalyysi vaatii kohteena olevan yrityksen toimialan hahmottamista laajassa mittakaavassa ja relevantin tiedon erittelemistä suurista määristä kvalitatiivista ja kvantitatiivista dataa. Siksi omakohtainen kokemus toimialasta tai jopa analyysin kohteena ole-

vasta yrityksestä, esimerkiksi toimialalla työskentelemisen, yrityksen sidosryhmänä toimimisen tai henkilökohtaisen mielenkiinnon kautta auttaa huomattavan paljon analyysiprosessissa.

Analyysi vaatii useiden kymmenien, ellei satojen sivujen verran informaation lukemista ja sisäistämistä. Analyysin kohteen täytyy joko pitää lukijan mielenkiinto, tai olemassa olevan tiedon täytyy jouduttaa relevantin tiedon löytämistä ja kokonaiskuvan muodostamista. Ammattilaisanalyytikot ovatkin usein erikoistuneita toimialoittain, sillä monen toimialan jatkuvan kehityksen ja muutoksen perässä pysyminen ja asiantuntijuuden ylläpito on erittäin vaativaa. (Penman 2001, 12.)

Analysoivan sijoittajan tiedonhaku ei koskaan ole ollut yhtä nopeaa kuin se on nyt, ja tietoa on tarjolla enemmän kuin koskaan ennen. Internetin Stock Screener –sivustot laskevat tunnusluvut, auttavat vertailussa ja antavat sijoittajan etsiä ja lajitella osakkeita määrittämiensä parametrien mukaan, ja esimerkiksi englanninkielinen Investopedia ja monet paikalliset sivut, kuten suomalainen Balance Consulting sisältävät vastaukset lähes kaikkiin aloittelevan sijoittajan kysymyksiin. Yritysten tilinpäätökset ja vuosikertomukset ovat saatavilla yritysten verkkosivuilta sekä kaupparekisteristä. Analyytikot, pankit ja muut rahoitusalan toimijat julkaisevat jatkuvasti omia näkemyksiään yrityksistä, toimialoista ja tulevaisuudesta. Uutiset yrityksiin ja toimialoihin liittyen päivittyvät vuorokauden jokaisena hetkenä, ja mahdollisuus vaihtaa ajatuksia ja mielipiteitä muiden sijoittajien kanssa ympäri maailmaa on kaikkien ulottuvilla. (UF Business Library 2017.) Informaatiotulva onkin jatkuvasti suurempi haaste analyysiprosessissa. Uuden, totuudenmukaisen ja relevantin informaation erottaminen kaiken muun joukosta vaatii kriittistä ajattelua ja syvää ymmärrystä analyysin kohteesta.

Tiedonhakuprosessi on yksilökohtaista ja vaatii harjoittelua, mutta suositeltu aloituspiste on kohdeyrityksen verkkosivut. Pörssiyhtiöiden sijoittajasivuilla, tietenkin yhtiöstä riippuen, pyritään antamaan mahdollisimman hyvä kuva yhtiön toiminnasta, taloudellisesta tilanteesta ja asemasta toimialalla. Tämä auttaa löytämään kohdeyrityksen merkittävät kilpailijat ja tulevat kehityssuunnat, jotka auttavat strategian sekä toimialan analysoimisessa. Monet yritykset tarjoavat myös ammattianalyytikoiden valmiita yritysanalyyskejä, jotka saattavat sisältää vaikeasti löydettävää tietoa, toimialaan perehtyneen ammattilaisen näkemyksiä tulevaisuudesta, vertailuja eri yritysten välillä sekä arvonmääryksiä useilla eri arvonmääritysmenetelmillä. (UF Business Library 2017.) Valmiit analyysit ovatkin hyvä ponnahduslauta aiheeseen syventymiselle, ja antavat vertailukohdan omalle näkemykselle, analyysin sisällölle sekä lopputulokselle.

3 Yrityksen ja toimialan analysointi

3.1 Toimialaan ja toimintaympäristöön tutustuminen

Fundamenttianalyysin ensiaskel analyysin kohteen löydyttyä on informaation hakeminen ja sisäistäminen. Luonteva paikka aloittaa on yrityksen toimialaan tutustuminen, sillä jokainen yritys perustamisvaiheessa valitsee toimialansa kaikkien mahdollisten joukosta, ja toimii erottamattomana osana valitsemaansa toimialaa. Siksi ymmärtääkseen yrityksen toimintaa ja strategiaa, on ymmärrettävä puitteet ja riskit sen kehitykselle ja toiminnan jatkumiselle. (Penman 2001, 12.) Tämä kappale tutustuttaa tärkeimpiin toimiala-analyysin esittämiin kysymyksiin, ja pohtii näiden seikkojen vaikutusta yrityksen toiminnan edellytyksiin.

Toimialan historiaan tutustuminen on tärkeä osa analyysiprosessia. Yrityksen tuleva kehitys ja asema toimialalla riippuvat paljon siitä, onko toimialan markkina kasvava, kypsä vai taantuva. Kasvavan toimialan yritysten liiketoiminnan voi odottaa kasvavan enemmän kuin kypsän, mutta kilpailu tuoreilla toimialoilla on usein kovaa. Kypsän ja vakaan toimialan yritysten tuleva kehitys on ennustettavampaa kuin kasvavan toimialan yritysten, ja uudet kehityssuunnat vaikuttavat olemassa oleviin voimasuhteisiin hitaammin. (Vilkkumaa 2010, 96). Toimialan tulevaisuuden ja vallitsevien trendien ymmärtäminen on ehdoton edellytys toimialalla toimivan yrityksen tulevaisuuden ymmärtämiselle.

Toimialan kehitykseen ja historiaan tutustuminen johtaa myös toimialan rakenteen tutkimiseen. Toimiala voi olla hajautunut tai keskittynyt sekä maantieteellisesti että toimijallisesti. (Kallunki & Niemelä 2012, 80.) Yritykset toimialalla voivat olla esimerkiksi keskittyneet vahvasti alueille, joilla toiminnan kustannukset ovat erityisen pienet tai joilla kysyntä yrityksen tuotteille tai palveluille on erityisen suuri. Liiketoiminta alalla voi olla keskittynyt pieneen määrään suuria yrityksiä, hajaantunut lukemattomiksi yksittäisiksi toimijoiksi tai olla jotain näiden kahden väliltä. Jokaisella toimialalla on omat erityispiirteensä, ja pätevä yritys ottaa tämän huomioon toiminnassaan ja strategiassaan.

Alan rakenteen ja toimijoiden tutkiminen on hyvä perusta toimialan kilpailutilanteen määrittämiselle. Fundamenttianalyysin tekijälle on tärkeää tutustua toimialan suurimpiin toimijoihin sekä kohdeyrityksen merkittävimpiin kilpailijoihin. Kysymyksiä, joihin analyttikko etsii vastauksia ovat esimerkiksi mistä markkinaosuudesta yritys ja sen kilpailijat taistelevat, miten pienet toimijat pyrkivät erottumaan suurista markkinajohtajista ja mitkä ovat uusien toimijoiden alalle tulon esteet (Kallunki & Niemelä 2012, 80). Yritysten kilpailuetujen tunnistaminen ja niiden tulevaisuuden arvioiminen vaikuttaa hyvin paljon analyttikon näkemykseen yrityksen tulevasta kehityksestä ja kannattavuudesta. Myös muun toimialan dynamiikan ja yritysten neuvotteluvoimien ymmärtäminen on tärkeää. Yritys, joka pystyy neuvottelemaan suotuisimmat sopimukset asiakkaiden, toimittajien, rahoittajien sekä muiden sidosryhmien kanssa pystyy kannattavampaan liiketoimintaan kuin heikomman neuvotteluvoiman yritys.

Toimialan tulevan kehityksen arvioimista auttaa sen tämänhetkiseen tilanteeseen tutustuminen. Toimialalla vallitsevien ilmiöiden ja trendien tunteminen ja alan suurien tapahtumien seuraaminen auttavat muodostamaan näkemystä alan tulevaisuudesta. Myös itse toimialan ulkopuolisten tekijöiden vaikutuksen arvioiminen tukee realistisen tulevaisuudenkuvan muodostamista. Toimialaan vaikuttavien mutta toimialan ulkopuolisten poliittisten, taloudellisten, sosiaalisten, teknologisten ja lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutusten tutkiminen on välttämätön osa itse toimialan analysointia. Esimerkiksi verotuksen muutosten, suhdannevaihteluiden, kuluttajatottumusten muuttumisen, digitalisaation ja lisääntyneen sääntelyn todennäköisyyden ja vaikutuksen tutkiminen on olennaista yrityksen tulevan menestyksen kannalta. (Vilkkumaa 2010, 91.)

3.2 Yrityksen toimintaan ja strategiaan tutustuminen

Kun perustavanlaatuiset kysymykset yrityksen toimialasta ovat kysytty ja vastattu, voi analyysi tarkentua itse yritykseen. Yrityksen toiminnan ja strategian analyysin tavoitteena on ymmärtää yrityksen historiallista kehitystä, nykyistä tilannetta ja päivittäistä toimintaa, sekä yrityksen tulevaisuudensuunnitelmia ja puitteita toteuttaa nämä suunnitelmat. Yrityksen strategian ymmärtäminen on kriittistä analyysiä tehtäessä, sillä arvio yrityksen tulevasta menestyksestä perustuu täysin yrityksen strategiaan ja sen toteutukseen tulevaisuudessa. (Penman 2001, 12.)

Yrityksen toiminnan ja kehityksen analysointi kannattaa aloittaa aivan perusteista, kuin aloittaisit uutta yritystä. Kysymyksiä, joihin etsitään vastauksia ovat esimerkiksi mitkä ovat yrityksen toimintaperiaate, olemassaolon tarkoitus ja visio? Yrityksen toiminta-ajatus, arvot ja visio tulevaisuudesta muodostavat yhdessä yrityksen elämäntehtävän, jota yrityksen toiminnan tulisi kuvastaa. Näiden elämäntehtävän komponenttien sisältö tulee selvittää ja on myös aiheellista tutkia, kuinka hyvin elämäntehtävää on toteutettu yrityksen toiminnassa. Yritys ilman selkeää tavoitetilaa jää helposti tuuliajolle, ja turhaa sanahelinää täynnä oleva elämäntehtävä jota ei sovelleta konkreettiseen yritystoimintaan on merkityksetön. (Vilkkumaa 2010, 91.)

Yrityksen toiminta-ajatukseseen liittyy erottamattomasti yrityksen tarjoama tuote tai palvelu. Analyysin tekijän tulee ottaa selvää, mikä on yrityksen tarjoama tuote tai palvelu, mille asiakaskohderyhmälle yritys sitä tarjoaa ja minkälainen yrityksen yrityskuva on sen eri kohderyhmille. Tavoitteena on selvittää mikä on yrityksen kilpailuetu kohderyhmässään, johon tuleva menestys perustuu, ja millaista yrityksen tuotteen tai palvelun tarjoamisen mahdollistava päivittäinen toiminta on. Kilpailuetu on tekijä, joka täyttää asiakkaan toiveet, tarpeet ja odotukset, on erilainen kuin kilpailijalla, josta asiakas on valmis maksamaan riittävästi, ja jota voidaan kehittää vastaamaan asiakkaan tarpeisiin tulevaisuudessa. Kestävä kilpailuetu auttaa takaamaan yrityksen toiminnan jatkuvan kannattavuuden, ja kilpailuedut ilmentyvät monilla eri tavoilla yrityksestä ja markkinasta riippuen. Kilpailuetu voi perustua esimerkiksi hohdokkaaseen brändiin, kehittyneeseen teknologiaan, patentteihin, suuriin vaihtamiskuluihin tai skaalaetuun. Kilpailuedun tunnistaminen, ja sen toimittamiseen liittyvien päivittäisten toimintojen ymmärtäminen on keskeistä yrityksen liiketoiminnan ja siihen liittyvien riskien ymmärtämisen kannalta. (Vilkkumaa 2010, 94; Melender 2017, 30.)

Sidosryhmiin tutustuminen on tärkeä osa yrityksen toiminnan analysointia. Sidosryhmät jaotellaan tuotannontekijämarkkinoihin, suoritemarkkinoihin ja rahoitusmarkkinoihin. Yrityksen tavarantoimittajat, alihankkijat ja henkilöstö toimivat tuotannontekijämarkkinoilla, josta yritys hankkii toimintaansa tarvitsemat tuotannontekijät. Yrityksen asiakkaat ostavat yrityksen tuotteita tai palveluita suoritemarkkinoilta. Omistajat ja lainanantajat puolestaan toimivat rahoitusmarkkinoilla. (Salmi 2012, 13.)

Sidosryhmien tarkastelu auttaa hahmottamaan kuinka suuri osa yrityksen toiminnoista tehdään itse, mitä yritys ulkoistaa ja mitkä yrityksen toiminnot ja talouden osat ovat riippuvaisia ulkoisista toimittajista, tärkeistä asiakkaista ja rahoittajista. Yrityksen asiakasryhmien tarkastelu ja suurimpiin asiakkaisiin tutustuminen tukee yrityksen tuntemusta ja riskien hahmottamista – jos yrityksen liikevaihdesta puolet tulee yhdeltä asiakkaalta, muutos tässä liikesuhteessa vaikuttaa vahvasti yrityksen tulokseen. Yhdestä toimittajasta riippuvainen yritys joutuu hyväksymään toimittajan saneleman hinnan, siinä missä yritys jolla on varaa valita toimittajansa voi kilpailuttaa sopimuksensa toimittajilla ja valita parhaan tarjouksen. Samoin yritys, jonka tuotteelle ei ole vaihtoehtoa pystyy nostamaan tuotteensa hinnan kipurajalle, siinä missä kovan kilpailun tuotteen asiakkaalla on varaa valita itselleen edullisin tuote. Korkean neuvotteluvoiman yritys pystyy ylläpitämään kilpailuetuaan ja sopimaan suotuisempia sopimuksia, mikä johtaa edullisempaan kustannusrakenteeseen ja parempiin myyntihintoihin eli suurempiin voittoihin. Täten neuvotte-luaseman parantaminen on toivottavaa, sillä se kasvattaa omistajien varallisuutta. Liika riippuvuus yksittäisistä asiakkaista, toimittajista tai muista sidosryhmistä myös kasvattaa liiketoiminnan riskiä, ja täten sijoittajien tuottovaatimusta. (Porter 1998, 4-6.)

Yrityksen johto on merkittävä sidosryhmä ja tarkastelun kohde. Yritysjohdon tutustumi-nen ja heidän taustojensa selvittäminen ovat tärkeä osa yrityksen tämänhetkisen tilan-teen hahmottamista, sillä ilman osaavaa johtoa yritys ei pysty selviytymään muuttuvilla markkinoilla. Johdon kokemus alalla toimimisesta, koulutus ja muu työkokemus vaikut-tavat sijoittajan varmuuteen siitä, että yrityksen toiminta suunnitellaan ja toteutetaan tu-levaisuudessa osaavasti. Yritysjohdon aiempien projektien toteutumisen arviointi muo-vaa odotuksia tulevasta kehityksestä, ja yritysjohdon omistajuus yrityksestä kertoo joh-don sitoutumisesta yritykseen ja luottamuksesta sen tulevaisuuteen. (Investopedia 2018.)

Yrityksen strategia on sen lähestymiskulma alati muutoksessa oleviin markkinoihin, ja ehdottoman tärkeä osa analyysiprosessia. Yrityksen tulevaa kehitystä arvioidaan aina sen tulevaisuudensuunnitelman perusteella, eli arvonmääritys riippuu aina yrityksen strategiasta. Yrityksen strategiaa tutkiessa looginen aloituspiste on yrityksen aiemmat strategiat. Mikä on ollut yrityksen toimintasuunnitelma menneisyydessä, miten tehty suunnitelma on toteutettu, ja miten menestynyt strategia mukainen liiketoiminta on ollut alkuperäiseen suunnitelmaan ja kilpailijoihin verrattuna. (Vilkkumaa 2010, 91-93.)

Toteutetusta strategiasta siirrytään tähänhetkiseen ja tulevaan strategiaan. On arvioitava yrityksen strategian kannattavuutta ja toteutettavuutta – miten realistinen strategia on, miten yritys hyötyy strategian toteuttamisesta ja onko yrityksellä resursseja ja osaamista toteuttaa strategia. Myös strategian konkreettista toteuttamista tulee arvioida. Hyvä suunnitelma esitetään käytännössä toteutettavina toimenpiteinä, joista jo toteutetun osuuden toimivuutta ja onnistumista voidaan arvioida sisäisesti ja ulkoisesti. (Vilkkumaa 2010, 91-93.)

4 Tilinpäätösanalyysi

4.1 Tilinpäätös

Yrityksen tilinpäätös on lakisääteinen, tilikausittain eli 12 kuukauden välein julkaistava laskelma yrityksen tuloksesta ja varallisuusasemasta. Tilinpäätös koostuu taseesta, joka kuvaa yrityksen taloudellista asemaa tilinpäätöshetkellä, tuloslaskelmasta, joka erittelee tilikauden tuloksen muodostumisen, rahoituslaskelmasta, joka on selvitys tilikauden aikana hankituista varoista ja niiden käytöstä, sekä liitetiedoista, jotka täydentävät tilinpäätöksen antamaa kuvaa yrityksen toiminnasta. Tilinpäätökseen liitetään myös toimintakertomus, joka sisältää tietoa yrityksen toiminnan kehityksestä, tulevaisuudennäkymistä, tuotteista, segmenteistä ja strategiasta. Tavoitteena on antaa kokonaiskuva yrityksen toteutuneesta taloudellisesta kehityksestä, sekä auttaa sidosryhmiä arvioimaan yrityksen kannattavuutta ja riskejä. Tilinpäätöksen laajuus riippuu yrityksen koosta, ja siitä onko yritys julkisen kaupankäynnin kohteena. Suomalaisten yritysten tilinpäätökset ovat saatavilla Patentti- ja rekisterihallituksen verkkopalvelusta sekä usein myös yritysten verkkosivuilta. (Vilkkumaa 2010, 13-14.)

Tilinpäätöstä käytetään fundamenttianalyysissä yrityksen toteutuneen taloudellisen kehityksen analysointiin ja yrityksen liiketoiminnan riskin sekä rahoitusriskin arvioimiseen. Toteutuneen kehityksen tarkastelu auttaa yrityksen tulevan kehityksen ennustamisessa, ja liiketoiminnan riskien arvioiminen vaikuttaa näihin ennusteisiin sekä arvonmäärityksessä käytettävään sijoittajan tuottovaatimukseen. Yrityksen vallitsevan taloudellisen tilanteen ymmärtäminen auttaa myös muodostamaan arvion sen mahdollisuuksista toteuttaa suunnittelemaansa strategiaa. (Salmi 2012, 256.)

Yrityksen talous perustuu neljään perustekijään, joiden tilaan, kehitykseen ja tulevaisuuteen pyritään ottamaan kantaa tilinpäätösanalyysillä. Yrityksen kannattavuutta, eli paljonko yritys pystyy tekemään tuottoa käytetyillä resursseilla, seurataan suhteuttamalla tuloslaskelmasta ilmenevät tuotot taseessa oleviin pääomiin. Tuoton pitää riittää kattamaan yrityksen toimintaa rahoittavan pääoman vaatimukset. Yrityksen vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta, eli yrityksen puitteita suoriutua taloudellisista velvollisuuksistaan pitkällä ja lyhyellä aikavälillä seurataan myös tilinpäätösanalyysin avulla. Vakavarainen yritys ei rahoita toimintaansa liian suurelta osalta vieraalla pääomalla, mikä nostaa yrityksen tappioiden sietokykyä ja pienentää riskiä, etteivät vieraan pääoman sijoittajat saa sijoitustaan takaisin eli rahoitusriskiä. Yritys, jonka maksuvalmius on kunnossa, saa toiminnastaan riittävästi kassavirtoja lyhyellä aikavälillä selvittääkseen toiminnan juoksevista kuluista. Neljäntenä yrityksen talouden perustekijänä pidetään liiketoiminnan kasvua. Liikervaihdon kasvua pidetään yleensä merkinä yrityksen menestyksestä, ja liiketoiminnan on joka tapauksessa kasvatettava kattaakseen kasvavat kulut ja säilyttääkseen osuutensa kasvavasta markkinasta. (Salmi 2012, 133-134.)

Yritys ei voi kasvaa ilman kannattavaa liiketoimintaa tai hyvää rahoitusasemaa, sillä jatkuva kasvu johtaa välttämättä kapasiteetin ja päivittäiseen toimintaan tarvittavan käyttöpääoman lisäämiseen. Tätä ei pysty toteuttamaan ilman investointeja, ja investoinnit tarvitsevat rahoittamista. Heikossa taloudellisessa tilanteessa oleva yritys ei pysty rahoittamaan investointejaan liiketoimintansa tuotoilla, eikä ole houkutteleva kohde ulkoisille rahoittajille, joten kasvun taustalla on oltava hyvä taloudellinen asema tai riittävän varma odotus siitä tulevaisuudessa. Hyvän rahoitusaseman taustalla on kannattava liiketoiminta, jolla yritys pystyy suoriutumaan pääoman velvoitteista pitkällä aikavälillä. Näin talouden peruskomponentit muodostavat toisistaan riippuvan kokonaisuuden, jonka tilannetta ja kehitystä pyritään selvittämään tilinpäätösanalyysin menetelmillä. (Salmi 2012, 135.)

Seuraavat alaluvut 4.2 – 4.5 käsittelevät tilinpäätöksen eri osien sisältöä ja tulkitsemista, sekä tilinpäätöstiedoista muodostettavien tunnuslukujen merkitystä ja laskemista.

4.2 Tuloslaskelma

Tuloslaskelma kertoo yrityksen liiketoiminnasta saaneet, kyseiselle tilikaudelle kuuluvat myyntituotot eli liikevaihdon, sekä myyntituottojen aikaansaamiseksi tarvittut kulut. Tuloslaskelman ylin rivi on tilikauden liikevaihto. Seuraavilla riveillä siihen lisätään liiketoiminnan muut tuotot, ja siitä vähennetään liikevaihdon tuottamisen synnyttämät kulut, kuten materiaalit, henkilöstökulut, kaluston kuluminen ja muut liiketoiminnan kulut. Jäljelle jäävää välisummaa kutsutaan liikevoitoksi, joka on yrityksen liiketoiminnan tuotto ennen rahoituskulujen ja verojen vaikutusta. Tämän jälkeen liikevoitosta vähennetään tilikauden rahoituskulut ja siihen lisätään mahdolliset rahoitustuotot. Yritys maksaa jäljelle jäävästä summasta tuloveroja, ja verojen jälkeen viimeinen rivi on tilikauden tulos. Tuloslaskelma sisältää usein myös satunnaisia, normaalista liiketoiminnasta riippumattomia tuottoja ja kuluja, kuten yksittäisiä omaisuuden myyntejä tai omaisuuden arvon muutoksia, joiden vaikutus tilikausien välisten laskelmien arviointiin poistetaan oikaisemalla tilinpäätös. Tuloslaskelmasta pystyy lukemaan, kuinka suuri osa yrityksen myyntituotoista kuluu näiden tuottojen aikaansaamiseen, ja kuinka suuria erinäiset kulut ovat. Tutkimalla näiden tekijöiden rakennetta ja suhdetta, sijoittaja pystyy arvioimaan muutosten vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja yrityksen riippuvuutta sidosryhmistä. (Kallunki & Niemelä 2012, 36.)

4.3 Tase

Tase kertoo yrityksen omaisuuserät ja rahoituksen lähteet tilinpäätöshetkellä. Taseessa yrityksen omaisuus eritellään vastaaviin ja vastattaviin, eli siis omaisuuteen ja omaisuuden rahoituksen lähteisiin. Taseen tehtävä on osoittaa yrityksen taloudellinen asema tilinpäätöshetkellä. Vastaava- eli omaisuutta kuvaava puoli on jaoteltu pysyviin ja vaihtuviin vastaaviin. Jaottelu on ajallinen, pysyvät vastaavat tuottavat tuloa useana tilikautena ja vaihtuvat vastaavat tuottavat tulon yhtenä tilikautena. Kansainvälisessä tilinpäätösstandardissa näistä käytetään myös nimitystä pitkäaikaiset ja lyhytaikaiset varat. Tärkeimpiä vastaavaa-osuuden omaisuuseriä ovat yrityksen käyttöomaisuus, kuten koneet ja kalusto, vaihto-omaisuus, eli varastot ja saamiset sekä rahoitusomaisuus, eli käteisvarat ja sijoitukset. (Salmi 2012, 63.)

Vastattavaa-puoli esittää mistä lähteistä yrityksen vastaavaa-puolen omaisuus on rahoitettu, ja se on jaoteltu yrityksen omaan pääomaan ja vieraaseen pääomaan. Oma pääoma on yritykseen sijoitettua rahaa, yrityksen toiminnan tuottamaa voittoa ja yrityksen omaisuuden arvonnousua. Oma pääoma on siis kuvaa yrityksen rahallisia reservejä, ja mitä enemmän yrityksellä on omaa pääomaa, sitä joustavampi sen rahoituksellinen asema on. Yritykseen sijoitetulle omalle pääomalle maksetaan tuottoa, kun yrityksen muut rahalliset sitoumukset ovat hoidettu, eli sijoituksen tuottoa ei ole taattu tai rajoitettu. Tämä tekee oman pääoman ehtoista sijoittamisesta teoriassa hyvinkin kannattavaa, sillä menestyvä yritys voi jakaa suuret tuottonsa sijoittajille. Suureen tuottomahdollisuuden liittyy myös suuri riski, sillä sijoitustarpeet ja heikko kannattavuus voivat syödä jakokelpoisia kassavirtoja, ja oman pääoman sijoittajan oikeudet mahdollisessa konkurssissa tulevat vasta muiden rahoittajien ja velkojien jälkeen. (Salmi 2012, 72.)

Vieras pääoma on pääoman toinen laji, jolla laajennetaan yrityksen rahoituksellisia mahdollisuuksia yrityksen ja sen omistajien varallisuutta suuremmaksi. Vieras pääoma on joustamatonta, eli vieraalla pääomalla on aina päivämääriin sidottuja takaisinmaksuja ja korkomaksuja, joista yrityksen on selviydyttävä kassatilanteesta riippumatta. Vieraan pääoman takaisinmaksu ei siis riipu yrityksen menestyksestä, joten se on rahoituksen antajalle pienempiriskistä kuin oma pääoma. Vieras pääoma on myös edullisemmassa asemassa mahdollisessa konkurssissa, saaden sijoituksensa takaisin ennen oman pääoman ehtoisia sijoittajia. Taseessa vieras pääoma on jaettu pitkä- ja lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan, missä tasan vuoden tai sitä lyhyemmän ajan kuluessa maksettavat erät ovat lyhytaikaista velkaa ja muu on pitkäaikaista. (Salmi 2012, 81.)

4.4 Rahavirtalaskelma

Rahavirtalaskelma on tilinpäätöksen osa joka esittää yrityksen tilikauden rahavirrat, eritellen rahavirtojen lähteet, kohteet ja määrän. Rahavirtalaskelma ei sisällä tuloslaskelmassa esiintyviä poistoja ja muita tulokseen vaikuttavia eriä, jotka eivät ole kassavirtapohjaisia. Rahavirtalaskelma myös sisältää tilikauden aikana tehtyjä ostoja ja investointeja jotka voivat olla hyvinkin suuria yksittäisiä menoeriä, mutta jotka eivät näy yrityksen tuloslaskelmassa. Rahavirtalaskelma ei kuitenkaan huomioi kulujen vaikutusaikaa, yhtenä tilikautena tehty investointi voi olla käytössä kymmenen seuraavaa tilikautta, tuottaa kassavirtoja ja näkyä poistoina tuloslaskelmassa. Täten perinteinen tuloslaskelman ja taseen analysointi ja rahavirta-analyysi muodostavat yhdessä kokonaiskuvan yrityksen taloudesta. (Kallunki & Niemelä 2012, 42; Salmi 2012, 262.)

Yrityksen rahavirrat jaotellaan rahavirtalaskelmassa liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirroiksi. Laskelma esittää yrityksen liiketoiminnan tuottamat rahavirrat ja niiden aikaansaamiseksi tehdyt maksut, yrityksen tilikauden investoinnit, yrityksen rahoitustuotot ja -kulut sekä voitonjaon. Rahavirtalaskelman viimeisellä rivillä on yhteenlaskettu muutos yrityksen rahavaroissa tilikauden aikana, joka näkyy myös muutoksena yrityksen taseessa. (Salmi 2012, 229.) Yrityksen kassavirtojen tutkiminen auttaa sijoittajaa ymmärtämään liiketoiminnan kulurakennetta ja yrityksen kykyä maksaa tuottoa vieraan ja oman pääoman sijoittajille. Yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvon määrittäminen on yleisesti käytetty arvonmäärityksen työkalu.

4.5 Tunnusluvut

Tunnusluvut ovat yrityksen tilinpäätöstiedoista johdettuja lukuja, jotka yleensä kuvaavat kahden tilinpäätöstiedon suhdetta. Tunnuslukuilla pyritään tiivistämään yritysten tilinpäätöstietoja yksittäisiin lukuihin, joita tutkimalla pystyy vertaamaan keskenään eri kokoisia yrityksiä tai yrityksen kehitystä ajan myötä. Tunnuslukuja käytetään usein eri kokoisten yritysten vertailussa toimialan sisällä sekä nopeana suhteellisen arvonmäärityksen keinona. (Salmi 2012, 257.) Jos esimerkiksi alan suurimpien toimijoiden osakkeiden kaupankäyntihinta on keskimäärin kuusi kertaa niiden P/E -tunnusluku, huonommassa asemassa oleva yritys jonka osakkeen kaupankäyntihinta on yli kymmenen kertaa sen P/E -tunnusluku on todennäköisesti yliarvostettu.

Seuraavissa alaluvuissa 4.5.1 – 4.5.5 esitetään yrityksen kannattavuutta, vakavaraisuutta, maksuvalmiutta ja kasvua kuvaavia tunnuslukuja, niiden laskentakaavoja ja käyttötarkoituksia. Mukana on myös pelkästään julkisen kaupankäynnin kohteena oleville yrityksille laskettavia tunnuslukuja. Tunnuslukujen laskeminen on kuitenkin pieni osa yrityksen talouden analysointia, ja internetin stock picker -työkalut, sijoituspalvelut sekä pörssi uutissivustot tarjoavat valmiiksi laskettuja tunnuslukuja pörssi yhtiöille. Tärkeintä on ymmärtää mitä osaa yrityksen taloudesta kukin tunnusluku kuvaa ja miettiä miksi niissä esiintyy eroja yritysten välillä.

4.5.1 Kannattavuus

Kannattavuuden tunnusluvut ovat yleisesti käytettyjä työkaluja yritysanalyysissä ja arvonmäärityksessä, ja niistä käytetyimpiä ovat liikevaihtopohjaiset käyttökateprosentti, liikevoittoprosentti ja nettotulosprosentti sekä pääoman tuottoon perustuvat sijoitetun pääoman tuottoaste, oman pääoman tuottoprosentti sekä kokonaispääoman tuottoaste. Liikevaihtopohjaiset tunnusluvut vertaavat toteutunutta liikevaihtoa ja liikevaihtoa erinäisten kuluerien jälkeen, eli kuvaavat kuinka suuri osa yrityksen kassavirroista kuluu liiketoiminnan ylläpitämiseen, ja kuinka suuri osa on sijoittajille jaettavaa tai yritykseen investoitavaa voittoa. Pääoman tuottoon perustuvat tunnusluvut käsittelevät syntyneiden kassavirtojen lisäksi niiden aikaansaantiin tarvittavia rahoitusresursseja, eli kuinka paljon yritykseen sijoitettu pääoma on tuottanut. (Salmi 2012, 258-259.)

Käyttökate ja käyttökateprosentti kuvaavat yrityksen liiketoiminnan tulosta ennen poistoja, rahoituseriä ja veroja, ja se tunnetaan myös englannista johdetulla lyhenteellä EBITDA. Käyttökate on siis tuloslaskelman välisumma, ja käyttökateprosentti saadaan suhteuttamalla käyttökate tilikauden liiketoiminnan tuottoihin. Luvulla tutkitaan, kuinka paljon yrityksen liiketoiminnasta jää katetta, kun siitä vähennetään yrityksen toimintakulut. Käyttökatteet vaihtelevat paljon toimialoittain, ja siksi yrityksen käyttökateä tutkiessa sitä verrataan aiempien tilinpäätösten arvoihin sekä toimialan keskiarvoon. Käyttökateprosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Käyttökate\%} = (\text{Käyttökate €} / \text{Liiketoiminnan tuotot €}) \times 100\% \quad (1)$$

missä Käyttökate € on tuloslaskelman liikevaihto ja liiketoiminnan muut tuotot, joista on vähennetty varsinaiset liiketoiminnan kulut, ja Liiketoiminnan tuotot € on yhteenlaskettu tuloslaskelman liikevaihto sekä liiketoiminnan muut tuotot. (Balance Consulting.)

Liikevoitto on tuloslaskelman virallinen välitulos, ja liikevoitto ja liikevoittoprosentti kuvaavat liiketoiminnan tuottoa kulujen, poistojen sekä arvonalentumisten jälkeen, mutta ennen rahoituskuluja sekä veroja. Liikevoitosta käytetään myös englannista johdettua lyhennettä EBIT. Liikevoittoa ja liikevoittoprosenttia käytetään toimialan sisäiseen vertailuun, sillä rahoituskulujen poislukeminen poistaa eron velkaisen ja velattoman yrityksen välillä ja keskittää tarkkailun liiketoiminnan kannattavuuteen. Liikevoiton pitää kuitenkin riittää velkojen hoitamiseen, rahoituskuluihin sekä voitonjakoon, joten velkaisemman yrityksen pitää saavuttaa velatonta suurempi liikevoitto saadakseen saman nettotuloksen. Liikevoitosta käytetään myös nimitystä liiketulos. Liikevoittoprosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Liikevoitto\%} = (\text{Liikevoitto} / \text{Liiketoiminnan tuotot}) \times 100\% \quad (2)$$

missä Liikevoitto on tuloslaskelman Liikevoitto -välisumma, ja Liiketoiminnan tuotot on yhteenlaskettu tuloslaskelman liikevaihto sekä liiketoiminnan muut tuotot. (Balance Consulting.)

Nettotulos on yrityksen varsinainen toiminnan tulos rahoituserien ja verojen jälkeen, joka voidaan jakaa yrityksen omistajille tai sijoittaa takaisin yritykseen tulorahoituksena. Yritysanalyysissä nettotulokseen ei sisällytetä kertaluontoiseksi ymmärrettyjä eriä sekä tilinpäätössiirtoja jotka voivat vaikuttaa lukujen vertailukelpoisuuteen, joten nettotulos ei aina ole sama kuin tuloslaskelman tilikauden voitto (-tappio) rivi. Nettotulosta käytetään myös osana muita tunnuslukuja, se edustaa E:tä esimerkiksi tunnusluvuissa P/E sekä EPS. Nettotulos lasketaan vähentämällä liikevoitosta rahoitus- ja verokulut, tai mahdollisesti lisäämällä siihen saadut rahoitustuotot ja veronpalautukset. Nettotulosprosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Nettotulos\%} = (\text{Nettotulos} / \text{Liiketoiminnan tuotot}) \times 100\% \quad (3)$$

missä Nettotulos on tuloslaskelman liikevoitto, josta on vähennetty tai johon on lisätty rahoituskulut tai -tuotot sekä verot, ja Liiketoiminnan tuotot on yhteenlaskettu tuloslaskelman liikevaihto sekä liiketoiminnan muut tuotot. (Balance Consulting.)

Sijoitetun pääoman tuotto prosentti (ROI) on kannattavuuden tunnusluku, joka mittaa yrityksen suhteellista kannattavuutta, eli tuottoa yritykseen sijoitetulle pääomalle. Tunnusluku suhteuttaa yrityksen liikevoiton yritykseen sijoitettuun korkoa tai muuta tuottoa vaativalle pääomalle. Yrityksen tulisi tuottaa sijoitetulle pääomalle vähintään sijoittajan ottamaa riskiä vastaava tuotto, sillä rationaalinen sijoittaja ei ota ylimääräistä riskiä ilman vastaavaa tuottoa. Sijoitetun pääoman tuotto prosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto\%} = (\text{Liikevoitto} / \text{Sijoitettu pääoma}) \times 100\% \quad (4)$$

missä Liikevoitto on tuloslaskelman liikevoitto, ja Sijoitettu pääoma on taseen oman pääoman ja korollisten velkojen yhteenlaskettu summa. Sijoitettu pääoma € lasketaan yleensä keskimääräisenä lukuna, eli keskiarvona tilikauden alun ja lopun sijoitetusta pääomasta. (Balance Consulting.)

Oman pääoman tuotto prosentti (ROE) on kannattavuuden tunnusluku, joka mittaa yrityksen tuottoa siihen sijoitetulle omalle pääomalle. Luku kuvaa nettotuloksen, eli yrityksen jakokelpoisen tuloksen suhdetta tilikauden keskimääräiseen omaan pääomaan. Luku kiinnostaa erityisesti sijoittajia, sillä historiallinen tuotto antaa pohjan tuleville tuotto-odotuksille. Oman pääoman tuotto prosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Oman pääoman tuotto\%} = (\text{Nettotulos} / \text{Oma pääoma keskimäärin}) \times 100\% \quad (5)$$

missä Nettotulos on tuloslaskelman liikevoitto, josta on vähennetty tai johon on lisätty rahoituskulut tai -tuotot sekä verot, ja Oma pääoma keskimäärin on taseen oman pääoman tilikauden alun ja lopun keskiarvo. (Balance Consulting.)

4.5.2 Vakavaraisuus

Vakavaraisuuden tunnusluvut kuvaavat yrityksen velkaantuneisuutta, kykyä selviytyä pitkän aikavälin sitoumuksistaan ja rahavirtojen riittävyyttä velkojen maksuun. Pääomarakennetta kuvaavista tunnusluvuista omavaraisuusaste kuvaa oman pääoman osuutta yrityksen taseesta, nettovelkaantumisaste vertaa velkoja omaan pääomaan, ja suhteellinen velkaantuneisuus vertaa velkoja yrityksen liikevaihtoon. Rahavirran riittävyyttä kuvataan usein tutkimalla vieraan pääoman takaisinmaksuaikaa, eli monessako vuodessa yritys pystyisi maksamaan velkansa, jos nykyinen tulorahoitus käytettäisiin vain velkojen maksuun, ja lainojen hoitokatetta, eli tulorahoituksen suhdetta rahoituskuluihin. Rahavirtoja tutkiessa huomioidaan myös yrityksen vapaa kassavirta eli liiketoiminnan vapaa rahavirta investointien jälkeen. (Salmi 2012, 187-198.)

Omavaraisuusaste on vakavaraisuuden tunnusluku ja kuvaa yrityksen oman pääoman suhdetta kokonaispääomasta. Mitä suurempi osa yrityksen pääomasta on omaa pääomaa, sitä pienemmät yrityksen kiinteät rahoituskulut, eli lainojen kulut jotka yritys joutuu maksamaan tuloksestaan huolimatta. Omavaraistemman yrityksen kiinteät kulut ovat siis suhteessa pienemmät, jolloin yritys pystyy selviytymään heikomman kannattavuuden jaksoista velkaantuneempaa yritystä paremmin. Omavaraisuusaste lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Omavaraisuusaste} = (\text{Oma pääoma} / [\text{Taseen loppusumma} - \text{ennakot}]) \times 100\% \quad (6)$$

missä Oma pääoma on taseen oma pääoma ja Taseen loppusumma – ennakot on taseen loppusumma josta on vähennetty saadut ennakkomaksut. (Balance Consulting.)

Nettovelkaantumisaste on toinen vakavaraisuuden tunnusluku, joka suhteuttaa yrityksen korolliset velat sen omaan pääomaan. Tunnuslukua laskettaessa veloista vähennetään yleensä yrityksen likvidit rahavarat. Jos rahavaroja ei vähennetä, käytetään saadusta tunnusluvusta nimeä Gearing. Tunnusluku siis kuvaa yrityksen velkojen ja oman pääoman suhdetta, ja luvun saadessa arvon 100 prosenttia on velkaa ja omaa pääomaa yhtä paljon. Nettovelkaantumisaste lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = (\text{Korollinen nettovelka} / \text{Oma pääoma}) \times 100\% \quad (7)$$

missä Korollinen nettovelka on taseen korollinen vieras pääoma, josta on vähennetty taseen rahoitusvarat ja Oma pääoma on taseen oma pääoma. (Balance Consulting.)

Suhteellinen velkaantuminen on tunnusluku joka suhteuttaa yrityksen vieraan pääoman liikevaihtoon. Tämä toimialan sisäisen vertailun tunnusluku antaa kuvan yrityksen velkaantuneisuudesta suhteessa sen toiminnan laajuuteen. Korkean suhteellisen velkaantuneisuuden yrityksen pitää säilyttää hyvä kannattavuus selvittääkseen rahoituskuluista: jos yrityksellä on yhtä paljon korollista velkaa kuin liikevaihtoa, ja velkojen korko on 6 prosenttia mutta liikevoittoprosentti vain 4 prosenttia, ei yrityksen tulorahoitus riitä kattamaan rahoituskuluja, takaisinmaksusta puhumattakaan. Suhteellinen velkaantuneisuus lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Suht. Velkaantuneisuus} = ((\text{Vieras pääoma} - \text{saadut ennakot}) / \text{Liikevaihto}) \times 100\% \quad (8)$$

missä Vieras pääoma – saadut ennakot on taseen vieras pääoma josta on vähennetty saadut ennakkomaksut ja Liikevaihto on tuloslaskelman liikevaihto. (Balance Consulting.)

Vieraan pääoman takaisinmaksuaika on velanhoitokyvyn tunnusluku. Luku suhteuttaa yrityksen vieraan pääoman sen rahoitustulokseen, eli tilikauden vapaaseen tulorahoitukseen. Saatu arvo kuvaa, monessako vuodessa nykyisen tasoinen tulorahoitus riittäisi maksamaan pois yrityksen korolliset velat, jos tulorahoitus käytettäisiin täysin velkojen lyhentämiseen. Tulorahoitusta kuitenkin käytetään harvoin pelkästään lyhennyksiin, mutta tunnusluku auttaa arvioimaan yrityksen velanhoitokykyä. Vieraan pääoman takaisinmaksuaika lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{VPO Takaisinmaksuaika} = \text{Korollinen vieras pääoma} / \text{Rahoitustulos} \quad (9)$$

missä Korollinen vieras pääoma on taseen korollinen vieras pääoma ja Rahoitustulos on tuloslaskelman liiketulos, johon on laskettu rahoituskulujen ja verojen vaikutus, ja mistä poistojen vaikutus on poistettu. (Balance Consulting.)

Yrityksen vapaa kassavirta kuvaa yrityksen liiketoiminnan tuottamaa rahavirtaa, kun siitä on maksettu liiketoiminnan juoksevat kulut ja investoinnit. Tämä rahavirta on yrityksen käytettävissä osingonjakoon, omien osakkeiden ostoon, laajenemiseen, sijoituksiin ja lainojen lyhentämiseen. Mitä suurempi yrityksen vapaa kassavirta, sitä paremmat ovat yrityksen mahdollisuudet tarttua uusiin liiketoiminnan mahdollisuuksiin tai jakaa voittojaan omistajille. Jos vahvaa vapaata kassavirtaa ei kokonaisuudessaan investoida tai jaeta omistajille, se säilyy yrityksessä rahavaraina ja parantaa yrityksen tappionsietokykyä. Vapaan kassavirran suhteuttaminen osakkeen hintaan on suosittu suhteellisen arvonmäärityksen työkalu, ja tulevien vapaiden kassavirtojen nykyarvon laskeminen on vapaan kassavirran arvonmääritysmallin perusta. (Kallunki & Niemelä 2011, 224-229.)

Taulukko 1. Vapaan kassavirran keskeiset erät (Kallunki & Niemelä 2011, 228).

Liikevoitto
+ Osuus osakkuusyhtiöistä
- Operatiiviset verot
= Operatiivinen kassavirta
+ Poistot
= Bruttokassavirta
-(+) Muutos käyttöpääomassa
- Bruttoinvestoinnit
= Vapaa operatiivinen kassavirta
+/- Muut erät (verojen jälkeen)
= Vapaa kassavirta

Vapaata kassavirtaa laskettaessa (taulukko 1) yrityksen liiketoiminnan kassavirroista, eli tuloslaskelman liikevoitosta ja osuudesta osakkuusyrityksistä, saadaan verojen jälkeen operatiivisen kassavirran välisumma. Poistot ovat ei-kassavirtavaikutteinen kulukirjaus, eli niiden vaikutus pitää kirjata pois kassavirtalaskelmasta, jotta laskelma kuvaisi todellisia kassavirtoja. Saadusta bruttokassavirrasta lasketaan vapaa operatiivinen kassavirta vähentämällä tilikauden aikana tehdyt investoinnit sekä mahdollinen käyttöpääoman lisäys bruttokassavirrasta. Muiden, yleensä satunnaisiksi oletettujen erien jälkeen jäljellä on yrityksen tilikauden vapaa kassavirta. Negatiivinen vapaa kassavirta on usein merkki tilikauden aikana tehdyistä suurista sijoituksista. (Kallunki & Niemelä 2012, 228.)

4.5.3 Maksuvalmius

Yrityksen valmiutta selviytyä lyhytaikaisista sitoumuksistaan kuvataan Quick- ja Current ratio -suhdeluvuilla, joista Quick ratio kuvaa yrityksen rahan ja nopeasti rahaksi muutettavien omaisuuserien suhdetta lyhytaikaisiin velkoihin, ja Current ratio kuvaa samaa suhdetta, mutta laskee myös yrityksen vaihto-omaisuuden eli varaston omaisuuseräksi. Quick ratio lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Saamiset} + \text{Rahat \& Pankkisaamiset}) / \text{Lyhytaikainen VPO} \quad (10)$$

missä Saamiset on taseen yhteenlasketut lyhytaikaiset saamiset, Rahat & Pankkisaamiset on taseen rahat ja pankkisaamiset ja Lyhytaikainen VPO on taseen lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä. Quick ration tavoitetasona pidetään yhden ylittävää arvoa, jolloin yrityksen nopeasti rahaksi muutettavat varat riittävät kattamaan sen lyhyen aikavälin sitoumukset. (Vilkkumaa 2010, 49.)

Current ratio on hyvin samanlainen kuin Quick ratio, mutta Current ratio olettaa yrityksen vaihto-omaisuuden olevan muutettavissa kassavaroiksi nopeasti, jotta lyhytaikaisista sitoumuksista selvittää. Current ratio lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Current Ratio} = \frac{(\text{Saamiset} + \text{Rahat \& Pankkisaamiset} + \text{Vaihto} - \text{omaisuus})}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}} \quad (11)$$

missä Saamiset on taseen yhteenlasketut lyhytaikaiset saamiset, Rahat & Pankkisaamiset on taseen rahat ja pankkisaamiset, Vaihto-omaisuus on taseen vaihto-omaisuus ja Lyhytaikainen vieras pääoma on taseen lyhytaikainen vieras pääoma yhteensä. Current ration tavoitetasona pidetään kahden ylittävää arvoa, ja tyydyttävänä arvona 1,5 – 2. (Vilkkumaa 2010, 49-50.)

Yrityksen tulorahoitusta, eli kykyä rahoittaa toimintansa, tehdä investointeja, maksaa velkansa ja jakaa voittoja omistajille liiketoiminnasta syntyvillä kassavirroilla tutkitaan myös rahoitustulos- ja rahoitustulosprosentti -tunnusluvuilla. Rahoitustulos lasketaan poistamalla nettotuloksesta poistojen ja arvonalentumisten vaikutus, ja rahoitustulosprosentti suhteuttaa rahoitustuloksen yrityksen liikevaihtoon. Tunnuslukua käytetään toimialan sisäisessä vertailussa ja on huomioitavaa, että tunnuslukuun sisältyy myös useita ei-kassatapahtumia, kuten menojen jaksotuksia ja varaston muutos. Rahoitustulosprosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Rahoitustulosprosentti} = (\text{Rahoitustulos} / \text{Liikevaihto}) \times 100\% \quad (12)$$

missä Rahoitustulos on tuloslaskelman liike-tulos, johon on laskettu rahoituskulujen ja verojen vaikutus, ja mistä poistojen vaikutus on poistettu, ja Liikevaihto on tuloslaskelman liikevaihto. (Balance Consulting.)

4.5.4 Osakkeen tunnusluvut

Julkisen kaupankäynnin kohteena oleville yrityksille lasketaan erinäisiä osakekohtaisia tunnuslukuja. Nämä tunnusluvut kuvaavat osaketta sijoituskohteena, ja niitä käyttämällä pyritään tekemään johtopäätöksiä osakkeen arvosta. Osakekohtaiset tunnusluvut voidaan yleensä laskea joko yksittäiselle osakkeelle tai koko osakekannalle, mutta saadun tunnusluvun oletetaan olevan sama laskutavasta riippumatta. (Salmi 2012, 279.)

Yrityksen tulos suhteutetaan osakekantaan osakekohtaisen tuloksen (EPS) tunnusluvulla. Tunnuslukua käytetään tuloksen tutkimiseen, ja se kuvastaa yrityksen tulosta verrattuna osakkeiden määrään euromääräisenä arvona. Osakekohtainen tulos lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Osakekohtainen tulos} = \text{Nettotulos} / \text{Osakkeiden lukumäärä} \quad (13)$$

missä Nettotulos on tuloslaskelman liikevoitto, josta on vähennetty tai johon on lisätty rahoituskulut tai -tuotot sekä verot, ja Osakkeiden lukumäärä on osakkeiden keskimääräinen lukumäärä kyseisellä tilikaudella. Osakeanti tai osakkeen jakaminen vaikuttavat huomattavasti tämän tunnusluvun vertailukelpoisuuteen tilikausien välillä. (Salmi 2012, 281.)

Osingonjakosuhde kuvaa jaetun osingon suhdetta verojen jälkeiseen tulokseen, eli kuinka suuren osuuden kulujen jälkeisestä tuloksesta yritys jakaa sijoittajille. Yritysten ja toimialojen väliset erot osingonjaossa selittyvät useimmiten yritysten tulosten ja investointitarpeiden eroilla. Tunnusluku kertoo yrityksen voitonjakopolitiikasta ja sen muutoksista tilikausien välillä. Osingonjakosuhde lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Osingonjakosuhde} = \text{Osakekohtainen osinko} / \text{Osakekohtainen tulos} \quad (14)$$

missä Osakekohtainen osinko on tilikauden maksetut osingot jaettuna osakkeiden lukumäärällä ja Osakekohtainen tulos on tilikauden nettotulos jaettuna osakkeiden lukumäärällä. (Salmi 2012, 281-282.)

Hinta/voitto -kerroin (P/E) esittää yrityksen osakekannan markkinahinnan suhdetta yrityksen tulokseen. Käytännössä kerroinluku kuvaa kuinka monessa vuodessa yritys tekee nykyisellä tuloksella markkina-arvonsa verran tulosta. Sekä noussut osakekurssi että pienentynyt tulos kasvattavat suhdelukua. Erityisesti kasvavien yritysten P/E -arvot voivat olla hyvinkin korkeat, sillä sijoittajat ovat valmiita maksamaan hyvistä kasvuodotuksista, vaikkei tämänhetkinen tulos olisikaan suuri. Toimialakohtaisia P/E -lukuja käytetään paljon yritysten vertailussa ja arvonnäilyksen peukalonsääntönä. Hinta/Voitto -kerroin lasketaan kaavalla, joka on

$$P/E = \text{Osakekannan markkina - arvo} / \text{Nettotulos} \quad (15)$$

missä Osakekannan markkina-arvo on osakkeen hinta tarkasteluhetkellä kerrottuna osakkeiden lukumäärällä ja Nettotulos on tilikauden nettotulos. Nettotuloksena voidaan kuitenkin käyttää viimeisimmän tilikauden nettotulosta, viimeisen kahdentoista kuukauden nettotulosta tai analyytikoiden ennustetta kuluvan tilikauden nettotuloksesta, joten vertailua tehdessä on pidettävä huolta, että kaikki käytetyt luvut ovat vertailukelpoisia. (Balance Consulting.)

P/E/G eli Hinta/Kasvu kuvaa yrityksen Hinta/Voitto kertoimen suhdetta tuloksen kasvuun tarkastelujaksolla, eli yrityksen P/E -tunnusluku jaetaan tuloksen kasvuprosentilla. Täten suuremman kasvun saavuttanut yritys tuottaa pienemmän P/E/G -kertoimen, ja auttaa erottamaan esimerkiksi suuren P/E:n kasvuyrityksiä toisistaan. P/E/G -kertoimen kriittisenä rajana pidetään yhden ylittävää arvoa, jolloin yrityksen P/E -tunnusluku on korkeampi kuin tuloksen kasvuprosentti. Hinta/Kasvu -tunnusluku lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Hinta/Kasvu} = (\text{Osakkeen P/E} - \text{luku}) / \text{Tuloksen kasvuprosentti} \quad (16)$$

missä Osakkeen P/E -luku on osakekannan markkina-arvo jaettuna nettotuloksella ja tuloksen kasvuprosentti on joko pitkän aikavälin vuositason ennuste tuloksen kasvusta tai viimeisen toteutuneen tilinpäätöksen tuloksen kasvuprosentti. (Salmi 2012, 286.)

Yritysten markkina-arvoa verrataan myös taseen omaan pääomaan P/B eli Markkina-arvo/Substanssi -tunnusluvulla. Tunnusluku kuvaa eroa osakkeen kirjanpidollisen arvon ja sen kaupankäyntihinnan välillä. Ero näitten arvojen välillä selittyy suureksi osaksi osakkeeseen liitettyjen kasvu- ja tuotto-odotusten perusteella. P/B -arvot vaihtelevat paljon toimialoittain, missä paljon pääomaa sitovat toimialat saavuttavat usein pienemmän arvon. Markkina-arvo/Substanssi -tunnusluku lasketaan kaavalla, joka on

$$P/B = \text{Osakekannan markkina} - \text{arvo} / \text{Oman pääoman tasearvo} \quad (17)$$

missä Osakekannan markkina-arvo on osakkeen kaupankäyntihinta kerrottuna osakkeiden määrällä, ja oman pääoman tasearvo on taseen oma pääoma ilman vähemmistöosuutta. (Salmi 2012, 286-287.)

Arvostuskertoimien laskennassa käytetään oman pääoman eli osakekannan arvoa (P, Price) sekä yrityksen liiketoiminnan arvoa (EV, Enterprise Value) kuvaavia taloudellisia tunnuslukuja. Liiketoiminnan arvoa kuvaavia tunnuslukuja käytetään pääsääntöisesti yrittyskauppojen arvonmäärityksessä ja osakekannan arvon tunnuslukuja osakkeen arvonmäärityksessä. Yksinkertaistettuna yrityksen liiketoiminnan arvo eli oman ja vieraan pääoman arvo yhteensä, lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Liiketoiminnan Arvo} = \text{Oman pääoman arvo} + \text{Nettovelat} \quad (18)$$

missä Oman pääoman arvo on osakkeen kaupankäyntihinta kerrottuna osakkeiden määrällä, ja Nettovelat on taseen korollisten velkojen ja rahoitusomaisuuden erotus. Nettovelkojen määrittely voi kuitenkin olla todellisuudessa hankalampaa, sillä siihen voivat vaikuttaa esimerkiksi taseen ulkopuoliset vastuut tai liiketoimintaan kuulumattomat ylimääräiset omaisuuserät. (Kallunki & Niemelä 2012, 187.)

4.5.5 Kasvu

Yrityksen kasvua tutkitaan tarkastelemalla tilinpäätösten ja tunnuslukujen kehitystä ajan myötä. Yleisimmät tutkitut kasvuluvut ovat liikevaihdon, tuloksen ja taseen loppusumman kasvu, ja näiden lukujen muutokset ovat perustana tulevan taloudellisen kehityksen ennakoinnille. Myös prosenttipohjainen vertailu koko tuloslaskelman ja taseen pohjalta sekä tunnuslukujen laskeminen ja niiden kehityksen tarkasteleminen pitkältä aikaväliltä auttaa hahmottamaan yrityksen toteutunutta kehitystä ja kasvuedellytyksiä. (Kallunki & Niemelä 2012, 56.)

Liikevaihdon, tuloksen ja taseen loppusumman kehitysprosentti lasketaan kaavalla, joka on

$$\text{Kehitys\%} = (\text{Tunnusluku } t - \text{Tunnusluku } (t - 1)) / \text{Tunnusluku } (t - 1) \quad (19)$$

missä Tunnusluku t on tutkittu tunnusluku vuonna t , ja tunnusluku $t - 1$ on tunnusluku vuonna $t - 1$. Saatuja arvoja verrataan omaan historialliseen kehitykseen, sekä toimialan ja etenkin merkittävien kilpailijoiden kehitykseen. Pääsääntöisesti jos yrityksen liikevaihdon kehitysprosentti ylittää koko toimialan kehitysprosentin, yrityksen markkinaosuus on kasvanut. (Vilkkumaa 2010, 56-57.)

4.6 Arvonmääritys

Fundamenttianalyysin tavoitteena on kiteyttää kerätty ja analysoitu tieto yrityksen ja sen toimintaympäristön tilasta ja tulevaisuudesta yrityksen osakkeen arvoksi, ja käyttää tätä arvoa sijoituspäätöksen tekemisessä. Osakkeen arvonmäärityksessä käytetään pääasiassa kahdenlaisia työkaluja, markkinaperusteisia arvonmäärityskertoimia ja tuottooperusteisia arvonmääritysmalleja. Arvonmäärityskertoimet ovat tunnuslukupohjaisia, ja saatuja kertoimia käytetään kooltaan vertailukelpoisten ja samalla alalla toimivien yritysten väliseen vertailuun. Arvonmääritysmallit ovat pääosin nykyarvomalleja, joissa yrityksen tulevan osinkovirran, kassavirran, tuotetun lisäarvon tai muun taloudellisen muuttujan tuleva kehitys arvioidaan ja diskontataan vastaamaan niiden tämänhetkistä arvoa sijoittajille. Arvonmäärityskertoimet perustuvat siis vertailuun markkinoilla toimijoiden välillä, ja arvonmääritysmallit perustuvat ennusteisiin tulevista tuotoista. Yrityskaupoissa käytetään näiden lisäksi myös muun muassa yrityksen tasearvoon tai likvidaatioarvoon perustuvia arvonmäärityksen menetelmiä. (Kallunki & Niemelä 2012, 185-186.)

Yksittäisiä tunnuslukuja käytetään hyvin yleisesti yrityksen arvonmäärityksessä niiden nopeuden ja helppokäyttöisyyden vuoksi. Näillä arvostuskertoimilla tehdystä arvonmäärityksestä käytetään nimitystä suhteellinen arvonmääritys, sillä tarkasteltavan yrityksen arvo suhteutetaan toisiin vastaavanlaisiin yrityksiin. Arvostuskertoimet lasketaan suhteuttamalla yrityksen arvo johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan tilinpäätöksen fundamenttimuuttujaan. Yleisimmin käytettyjä muuttujia ovat yrityksen käyttökate (EBITDA), liikevoitto (EBIT), nettotulos (Earnings), oman pääoman tasesubstanssi (Book value) ja liikevaihto (Sales). Jakamalla yrityksen oman pääoman arvo (Price) tai yrityksen liiketoiminnan arvo (EV) näillä muuttujilla saadaan laskettua yleisesti käytetyt suhteellisen arvonmäärityksen luvut EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/B, P/S sekä EV/S (taulukko 2). (Kallunki & Niemelä 2012, 191.)

Tunnusluvut voidaan laskea myös käyttämällä osakekohtaisia lukuja, esimerkiksi P/E -luku voidaan laskea jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Arvostuskertoimissa siis osoittajana on pääsääntöisesti arvoa kuvaava luku (EV tai P) ja nimittäjänä on yrityksen taloudellista kehitystä kuvaava luku. P -pohjaisia, oman pääoman arvoa tutkivia tunnuslukuja käytetään pääasiassa osakeanalyysissä, ja EV -pohjaisia, koko liiketoiminnan arvoa tutkivia tunnuslukuja käytetään enimmäkseen yrityskaupoissa tai veratessa yritystä toteutuneen yrityskaupan valuaatioon. (Kallunki & Niemelä 2012, 191.)

Taulukko 2. Arvostuskertoimet ja niiden laskeminen (Kallunki & Niemelä 2012, 193).

Tunuslukutyyppi	Tunnus-luku	Osoittaja		Nimittäjä
Tulokseen suhteutetut	P/E	Oman pääoman arvo	/	Nettotulos
	EV/EBIT	Liiketoiminnan arvo	/	Liikevoitto
	EV/EBITDA	Liiketoiminnan arvo	/	Käyttökate
Tasesubstanssiin suhteutettu	P/B	Oman pääoman arvo	/	Taseen oma pääoma
Liiketoiminnan volyymiin suhteutetut	P/S	Oman pääoman arvo	/	Liikevaihto
	EV/S	Liiketoiminnan arvo	/	Liikevaihto

Tunnuslukuja siis käytetään kilpailevien yrityksen vertaamiseen, mutta alan keskimää-
räisiä tunnuslukuja käytetään myös osakkeen arvon määrittämiseen. Tutkikaamme osa-
kekohtaisesti laskettua P/E -tunnusluvun kaavaa:

$$P/E = \text{Osakkeen Hinta} / \text{Osakekohtainen tulos} \quad (20)$$

Kertomalla yhtälön molemmat puolet Osakekohtaisella tuloksella saamme kaavan, joka
on

$$P/E * \text{Osakekohtainen tulos} = \text{Osakkeen hinta} \quad (21)$$

Korvaamalla yhtälössä käytetyn P/E -luvun arvostuskertoimella, joka on esimerkiksi jul-
kisesti noteerattujen vertailukelpoisten yhtiöiden P/E -lukujen mediaani, saadaan tu-
lokseksi osakkeen arvostuskertoimeen perustuva hinta. Jos yrityksen tilinpäätöspohjai-
nen tunnusluku on suurempi kuin käytetty arvostuskerroin, on kertoimella saatu osak-
keen arvo pienempi kuin tarkasteluhetken kaupankäyntihinta. Jos yrityksen tilinpäätös-
pohjainen tunnusluku on pienempi kuin käytetty arvostuskerroin, on kertoimella saatu
osakkeen arvo suurempi kuin tarkasteluhetken kaupankäyntihinta. Näin vertaamalla yri-
tyksen tunnuslukuja toimialan keskiarvoihin ja kilpailijoiden tunnuslukuihin voi saada kä-
sityksen siitä, onko osake yli- tai alihintainen suhteessa verrokkiin. (Kallunki & Niemelä
2012, 192-193.)

Huolellisesti tehty analyysi toimialasta ja yhtiöstä auttaa tekemään arvion, onko mahdolliselle yli- tai alihintaisuudelle fundamentteihin perustuvaa syytä. Esimerkiksi jos yrityksen P/E ylittää alan keskiarvon, markkinasentimentti odottaa yrityksen tuloksen kasvavan nopeammin kuin toimialan keskimäärin, sillä muuten yrityksen osakkeesta ei oltaisi valmiita maksamaan alan keskiarvoa enempää, ja P/E palaisi lähemmäs alan keskiarvoa. Yhdistämällä suhteellisen arvonmäärityksen fundamenttianalyysiin sijoittaja pystyy vertaamaan omaa näkemystään vallitsevaan markkinasentimenttiin, ja teoriassa myös hyötymään erosta näiden välillä.

5 Case-tutkimus

5.1 Lähtökohdat

Tämän case-tutkimuksen tavoitteena on soveltaa esitettyä fundamenttianalyysin teoriaa käytännössä ja mahdollistaa prosessin mahdollisten hyötyjen arvioiminen johtopäätökset-luvussa. Case-tutkimuksen kohteena on suomalainen pelialan yhtiö Remedy Entertainment Oyj ja yhtiön toimintaympäristö. Analyysin lähteinä toimivat Remedyn tilinpäätökset ja vuosikertomukset, sekä toimialaa ja yritystä käsittelevät internetlähteet. Case-tutkimus hyödyntää opinnäytetyössä esitettyä teoriaa siinä määrin missä se kyseiseen tapaukseen soveltuu, ja todennäköisesti eroaa muodoltaan huomattavasti yksityissijoittajan itsenäisesti tekemästä analyysistä.

5.2 Esimerkki toimiala-analyysistä

Videopelit ovat jatkuvasti kasvava ja yhä suositumpi viihteen muoto ympäri maailmaa. Kansainvälisesti alan liikevaihto ylitti 100 miljardia dollaria vuonna 2017, kasvaen yli 50 prosenttia viidessä vuodessa. Alan tarjoama viihde on levinnyt pelaamisen lisäksi myös katsomiseen ja sisällöntuotantoon. Sosiaalisuus ja kilpapelaminen ovat alan kasvavia trendejä, ja Let's play-, streaming-, ja e-urheilusisällöt ovat kasvattaneet suosiotaan kullattajien keskuudessa huomattavasti 2010-luvun loppupuoliskolla. Digitaalinen jakelu on syrjäyttänyt vähittäiskauppamyynnin PC-alustalla lähes täysin, ja uuden sukupolven pelikonsolit ovat siirtäneet myös merkittävän osan konsolien pelimyynnistä digitaalisille alustoille. Ilmaiseksi ladattavat, mikrotransaktio -ansaintamalliin perustuvat pelit ovat menestyneet erittäin hyvin mobiilialustoilla ja kasvattavat suosiotaan myös konsoleilla. (Newzoo 2017, 8-9.)

Videopelit ovat voimakkaan kasvun toimiala joka on hyötynyt huomattavasti viimeisten vuosikymmenien teknologisista harppauksista. Kotitietokoneiden, videopelikonsolien ja mobiililaitteiden jatkuva yleistyminen ja kehitys on tehnyt videopeleistä erittäin suosittua viihteen muodon, ja suuret toimijat toimialalla ovat siirtyneet viihdeohjelmistojen tuottamisesta ja julkaisemisesta pitkäaikaisten viihdepalvelujen ylläpitäjiksi ja kokonaisvaltaisten viihdebrändien hallitsijoiksi. Ala on jatkuvassa murroksessa teknologian kehittyessä ja kuluttajakäyttäytymisen muuttuessa, ja uusiin olosuhteisiin nopeasti mukautuvilla, asiakkaitaan kuuntelevilla ja laadukkaita tuotteita tuottavilla pelistudioilla on mahdollisuus vallata alaa laajemmalla viihdeteollisuuden toimialalla. (Newzoo 2017, 8-9.)

Peliala on rakenteeltaan kansainvälinen, ja kilpailu alalla on globaalia. Kilpailu keskittyykin alalla paljon tuotteisiin, tuotteen julkaisualustaan, tuotteen genreen sekä tuotannon kokoon. Tuotteet ovat jakautuneet karkeasti kolmeen segmenttiin projektin budjetin ja julkaisualustan perusteella. Segmentit ovat suuren tuotanto- ja markkinointibudjetin Premium- tai "AAA" –pelit konsoleille ja PC:lle, pienen budjetin "indie" –pelit konsoleille ja PC:lle, sekä pienen/keskisuuren budjetin ja hintaluokan pelit mobiililaitteille. Etenkin pienten budjettien ja halpojen tai ilmaisten pelien markkinoilla kilpailu on erittäin kovaa, sillä digitaaliset jakelualustat ovat laskeneet markkinoille tulon kynnystä huomattavasti. Premium-tuotteissa pelistudiot kilpailevat keskenään parhaista kumppanuus- ja kehitys-sopimuksista julkaisijoiden kanssa, ja studioiden lopputuotteet kilpailevat keskenään kuluttajien euroista. Suurin osa premium-pelien myynnistä tapahtuu julkaisua seuraavina viikkoina, ja kilpailijan kanssa ristiin ajoitettu julkaisu voi vaikuttaa hyvin negatiivisesti pelin myyntiin. (Inderes 2017, 17-18.)

Pelialalla vallitsevat trendit, kuten sosiaalisuus, moninpeli, sisällöntuotanto ja -jakaminen, digitaalinen jakelu, uudet ansaintamallit ja palvelupohjainen liiketoiminta tulevat valtaamaan yhä enemmän alaa tulevaisuudessa. Videopelien kanssa kasvanut sukupolvi joka vanhetessaan ei ole enää kerennyt pelaamaan on saatu jälleen innostumaan pelaamisesta sisällöntuottajien pelaamisen ja kilpapelamisen seuraamisen kautta. (Inderes 2017, 20-21; Newzoo 2017, 9-12.)

Kiinalaisten kuluttajien kiinnostus ulkomaisia tuotteita kohtaan on alkanut heräämään, vaikka suurin osa alueen suosituista peleistä onkin yhä paikallista tuotantoa. Kiinan markkinoille onnistuneesti sopeutuneilla tuotemerkeillä on mahdollisuus kasvaa merkittäviksi, todellisesti globaaleiksi pelibrändeiksi. Myös kiinalaiset peliyhtiöt ovat suunnanneet katseensa kansainvälisille markkinoille, etenkin sijoitusten ja yritysostojen kautta, ja näiden yhtiöiden uskotaan julkaisevan kansainvälisille markkinoille mukautettuja versioita tuotteistaan tulevaisuudessa. VR- ja AR-tekniikan edistyminen tulee avaamaan uusia mahdollisuuksia toimialalla mutta uusina teknologioina ne kärsivät yhä käytännön ongelmista, ja VR-tekniikan hinta on vielä huomattava rajoittava tekijä. (Inderes 2017, 20-21; Newzoo 2017, 9-12.)

Kaiken kaikkiaan toimialan tulevaisuudennäkymät ovat hyvät, vaikka nykyinen kasvu onkin toteutunut historiallisen pitkässä noususuhdanteessa. Markkinoiden siirtyminen laskusuhdanteeseen todennäköisesti hidastaisi toimialan kasvua ja ajaisi alan pieniä toimijoita ahtaalle myynnin hiipuesssa, johtaen myös mahdollisiin yritysostoihin suurten kustantajien toimesta.

5.3 Esimerkki yritysanalyysistä

Remedy Entertainment Oyj on vuonna 1995 perustettu suomalainen videopelialan yritys. Remedy keskittyy toimialallaan AAA-luokan yhden pelaajan konsoli- ja PC-peleihin, tavoitteenaan luoda pitkäkestoisia ja monitahoisia tarinallisia pelikokemuksia ja pelibrändejä. Remedyn liikevaihto vuonna 2017 oli 17,2 miljoonaa euroa, taseen loppusumma 26,6 miljoonaa euroa, ja henkilöstön määrä 145. Tarkasteluvälillä 2010-2017 Remedyn liikevaihto on kasvanut 2,6 -kertaiseksi, tilikauden voitto 2,04 -kertaiseksi ja taseen loppusumma 8,5 -kertaiseksi vuoden 2010 arvoon verrattuna. Remedy listautui Helsingin pörssin First North -listalle toukokuussa 2017 hankkien noin 4700 uutta sijoittajaa, tavoitteenaan käyttää kerättyä pääomaa toiminnan laajentamiseen ja moniprojektimalliin siirtymiseen. (Remedy Entertainment 2018b.)

Remedyn johdossa toimivat perustajajäsen ja hallituksen puheenjohtaja Markus Mäki, toimitusjohtaja Tero Virtala sekä kaikissa yhtiön projekteissa toiminut luova johtaja Sami Järvi. Remedy on tuottanut olemassaolonsa aikana kahdeksan peliä, joiden mediaarvosana Metacritic-arvosteluaggregaattipalvelussa on 80/100, ja toiminut yhteistyössä suurten julkaisijoiden, kuten 3D Realmsin, Microsoftin ja Smilegaten kanssa. Remedy löi läpi vuonna 2001 Max Payne –pelin myötä, ja sen muut suuret menestykset ovat 2010 julkaistu Alan Wake sekä 2016 julkaistu Quantum Break. (Inderes 2017, 7-8.)

Future Crew –demoryhmästä alkunsa saanut Remedy julkaisi ensimmäisen pelinsä, Death Rally, vuonna 1996 yhteistyössä Apogee-julkaisijan kanssa, ja saavutti yli 100 000 kappaleen myynnin. Remedyn toinen peli, vuonna 2001 3D Realmsiksi nimensä muuttaneen Apogeen kanssa yhteistyössä julkaistu Max Payne oli yhtiön läpimurto, jota seurasi tuotemerkin oikeuksien myynti Take Two Interactive:lle 10 miljoonalla dollarilla vuonna 2002 ja jatko-osan kehitys ja julkaisu vuonna 2003. Pelisarjan tuottojen ja oikeuksien myynnin tuoma taloudellinen vapaus antoi Remedylle aikaa kehittää seuraavaa ideaansa, ja vuonna 2005 Remedy ryhtyi yhteistyöhön Microsoft Game Studiosin kanssa. Projektin kehitys kuitenkin viivästyi, ja Microsoftin kanssa julkaistu Alan Wake pääsi konsolimarkkinoille vasta vuonna 2010 ja myi heikosti. (Inderes 2017, 7-11.)

Kaksi vuotta myöhemmin Remedy julkaisi Alan Waken itsenäisesti myös PC –alustalle, yhdessä uuden, Alan Wake's American Nightmare –pelin kanssa. 2010-luvun alkupuolella Remedy otti myös tuntumaa mobiilimarkkinoihin, julkaisten Death Rallyn uusversion mobiililaitteille vuonna 2011 ja Agents of Storm –pelin mobiililaitteille vuonna 2014. Vuonna 2016 Microsoftin kanssa yhteistyössä julkaistu Quantum Break on Remedyn tähänastisista projekteista kunnianhimoisin, muttei saavuttanut kuluttaja- ja kriitikkoarvosteluissa aiempien pelien tasoa. Microsoftin päätökset projekteihin ja julkaisuun liittyen ovatkin vaikuttaneet Remedyn viimeisten tuotteiden menestykseen, ja Remedy on siirtynyt uusissa projekteissaan toisiin yhteistyökumppaneihin. Tällä hetkellä Remedyllä on kaksi projektia työn alla: Kiinassa ja Etelä-Koreassa erittäin menestyneen, ilmaisen Crossfire-toimintapelin jatko-osan yksinpeliosuuden tuottaminen yhteistyössä Smilegate-julkaisijan kanssa, ja pelkällä P7-nimellä kulkeva Remedyn oman pelibrändin projekti. (Inderes 2017, 7-11.)

Remedy on liikevaihdoltaan pieni toimija Premium-luokan pelien markkinoilla, mutta on menneisyydessä onnistunut kilpailussa alan suurien toimijoiden kanssa. Premium-luokan peleille alalletulokynnys on merkittävä, sillä kehitys- ja markkinointikulut ovat suuria ja etenkin konsolivalmistajat ovat tarkkoja alustansa pelien laatuvaatimuksista. Itsenäisiä, premium-laadun pelejä julkaisevia toimijoita on markkinoilla merkittävän vähän, ja Remedyn kanssa suoraan samassa genressä kilpailevia, tarinankerronnallisia toimintapelejä tuottavia studioita on vain kourallinen juuri korkean alalletulokynnyksen takia. Remedyn kilpailuetuja ovat hyvä maine julkaisijoiden ja kuluttajien keskuudessa, vahva tuote- ja yhtiöbrändi, itse kehitetty Nortlight-teknologia ja sen tarjoama kustannustehokkuus, sekä osaava johto. (Inderes 2017, 23-24.)

Remedyn merkittävimpiä sidosryhmiä ovat tuotantoa ja markkinointia rahoittavat julkaisijat, joille pelistudiot tarjoavat orastavia projekteja etsiessään yhteistyökumppaneita. Vaikutusvaltaisen ja osaavan yhteistyökumppanin löytäminen projektille on erittäin suuri tekijä tuotteen menestyksessä, ja Remedyn hyvä maine ja vahva brändi ovat auttaneet sitä nimekkäiden kumppanien hankkimisessa. Hyvä maine auttaa myös osaavien työntekijöiden houkuttelemisessa, joita Remedy tarvitsee laajentaessaan toimintaansa. Toimiminen Suomessa onkin eduksi Remedylle, sillä vaikka toimialan palkat eivät ole maailman huippua, Suomen vakaus ja loistavat julkiset palvelut ovat houkuttelevia stabiiliutta etsiville alan ammattilaisille. Remedy hyvä maine yltää myös kuluttajiin, ja asiakkaat osaavat odottaa Remedyltä laadukasta, tarinankerrontaan pohjautuvaa toimintaa, joka täyttää premium-peliltä vaaditut puitteet pelimekaniikallisesti ja graafisesti. Lisäansaintamallien yhdistäminen premium-peleihin on aiheuttanut tyytymättömyyttä kuluttajien keskuudessa, ja rehdin, täysimittaisen ja laadukkaan pelin julkaiseminen ilman ylimääräisiä rahastusmekanismeja on hyvä mahdollisuus saada positiivista näkyvyyttä keskustelupalsoilla ja ylimääräistä kuluttajahuomiota. (Neogames Finland Association 2016, 43-45; Inderes 2017, 23-24.)

Remedyn johtoryhmässä toimivat perustajajäsen ja hallituksen puheenjohtaja Markus Mäki, toimitusjohtaja Tero Virtala sekä luova johtaja Sami Järvi. Markus Mäki on yksi Remedyn perustajajäsenistä ja hallituksen puheenjohtaja vuodesta 1998, ja Mäki on perustanut myös Futuremark Oy –ohjelmistoyrityksen ja toiminut täten yhteistyössä suurten kansainvälisten teknologiayhtiöiden kanssa. Futuremark Oy tuli tunnetuksi 3DMark –ohjelmistosta, ja yritys myytiin Underwriters Laboratories –yhtiölle vuonna 2014. Mäki on työskennellyt kaikissa Remedyn peliprojekteissa, ja toimii nykyään yrityksen tuotevalvonnassa. (Inderes 2017, 7; Remedy Entertainment 2018a.)

Tero Virtala on toiminut PwC:llä johdon konsulttina vuosina 1998-2002 sekä RedLynx Oy:n toimitusjohtajana vuosina 2002-2015, siirtyen Remedyn toimitusjohtajaksi vuonna 2016. Odotukset uudelle toimitusjohtajalle ovat kovat, sillä pörssiin listautuminen ja uuteen strategiaan siirtyminen ovat vaativia organisaatiouudistuksia. Kesän 2017 listautuminen toteutui kuitenkin onnistuneesti ja kasvuinvestoinnit jatkuvat suunnitelman mukaan. Vaikuttaakin siltä, että osaavan yritysjohdon tuominen tiimiin alkaa kantaa hedelmää. (Inderes 2017, 7; Remedy Entertainment 2018a.)

Sami Järvi on käsikirjoittanut Remedyn pelit yhtiön perustamisesta lähtien, toimien ainoana käsikirjoittajana studion läpimurtopeleissä Max Payne ja Max Payne 2, ja myöhemmin pääkäsikirjoittajana ja luovana johtajana. (Inderes 2017, 7; Remedy Entertainment 2018a.) Kaiken kaikkiaan Remedyn johtoryhmässä on kestävää ja yhtiöön sitoutunutta osaamista, jonka voi odottaa ylläpitävän Remedyn tuotteiden ja brändin laatua, ja uusi toimitusjohtaja on ja tulee olemaan merkittävä voimavara käynnissä olevassa organisaatiouudistuksessa.

Yhtiön strategia keskittyy tarinankerronnallisten ja elokuvamaisten premium-pelielämysten tuotantoon. Kynnys alalle tulemiseen on korkea, mutta kilpailu kuluttajien huomiosta on kovaa. Remedy käyttää listautumisessa kerättyä pääomaa toimintansa laajentamiseen, siirtyen nykyisestä toimintatavastaan moniprojektimalliin, jonka tavoitteena on pienentää pelikohtaisia kiinteitä kuluja, tasoittaa kassavirtoja, parantaa Remedyn asemaa arvoketjussa sekä pienentää yhden epäonnistuneen projektin vaikutusta yrityksen pitkän aikavälin kannattavuuteen. Käytännössä tämä näkyy jo lisääntyneinä rekrytoineina sekä muuttona suurempiin toimitiloihin vuoden 2018 aikana. (Remedy Entertainment 2018b, 8-11.)

Moniprojektimalli antaa Remedylle myös mahdollisuuden toteuttaa partnerien brändeihin perustuvia projekteja pienillä riskeillä ja sopimuspohjaisilla tuotoilla, sekä samanaikaisesti kehittää omiin brändeihinsä perustuvia projekteja suuremmalla oman rahoituksen osuudella. Täten yhteistyökumppanien projektit takaavat kassavirtojen tasaisuuden ja mahdollistavat riskinoton Remedyn omilla brändeillä, joissa myös mahdolliset tuotot ovat suuremmat. (Inderes 2017, 26-31; Remedy Entertainment 2018b, 8-11.)

Kehitystoiminnan muutoksen lisäksi Remedyn strategia keskittyy sitouttavien ja jatkettavien pelibrändien luomiseen. Tavoitteena on kehittää pelejä ja brändejä, jotka tarjoavat täysivaltaisen premium-luokan kokemuksen ja rakentavat vahvan pohjan tarinan jatkamiselle uusissa peleissä ja jatko-osissa. Remedy pyrkii myös kehittämään brändeilleen ja peleilleen sopivan pelaajanhankintamallin, sekä kestävän palvelu- ja ylläpitomallin hankituille pelaajille. (Inderes 2017, 26-31; Remedy Entertainment 2018b, 8-11.)

5.4 Esimerkki tilinpäätösanalyysistä

Taulukko 3. Remedyn taloudellinen kehitys 2010-2017, tuhansia euroja.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Liikevaihto	4 737	3 841	15 521	10 485	11 941	13 745	16 414	17 168
Liikevoitto	483	222	2 897	596	1 605	739	3 166	1 469
Taseen loppusumma	2 812	3 000	8 009	6 819	7 278	8 039	11 190	26 652

Remedy on tarkastelujaksolla 2010-2017 ollut vakavarainen ja kannattava yritys. Remedyn talouden kehitystä tarkastelujaksolla esittää taulukko 3. Yrityksen liikevaihto on kasvanut vuoden 2010 4,7 miljoonasta eurosta 17,2 miljoonaan euroon vuonna 2017, kasvaen keskimäärin 44% vuodessa. Remedyn vuosittainen liikevoitto on vaihdellut, saavuttaen pienimmän arvonsa vuonna 2011, 222 tuhatta euroa, ja suurimman arvonsa vuonna 2016, 3,2 miljoonaa euroa. Remedyn taseen loppusumma on kasvanut tarkastelujaksolla 2,8 miljoonasta eurosta listautumisen jälkeiseen 26,6 miljoonaan euroon. Jokainen tilikausi tarkastelujaksolla on tuottanut voittoa, ja jokainen tilikausi on päätetty negatiivisella nettovelkaantumisasteella. (Remedy Entertainment 2018c.)

Taulukko 4. Remedyn kannattavuus, 2010-2017.

Kannattavuus	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Käyttökate	10,5 %	-26,7 %	26,1 %	7,1 %	4,1 %	7,3 %	24,7 %	12,1 %
Liikevoitto-%	9,8 %	2,2 %	18,1 %	4,2 %	1,6 %	6,0 %	23,7 %	11,0 %
Nettotulos-%	10,2 %	2,8 %	17,8 %	5,1 %	1,0 %	5,4 %	19,0 %	8,1 %
ROI	21,7 %	4,1 %	56,0 %	10,0 %	3,6 %	14,8 %	52,4 %	8,5 %
ROE	39,0 %	8,8 %	66,7 %	14,2 %	2,4 %	13,7 %	42,0 %	6,7 %

Remedyn liikevaihto on toimialalle tyypillisesti jaksoittaista, vaihdellen vahvasti tilikaudesta toiseen (taulukko 3). Samaa jaksoittaista käyttäytymistä ilmenee myös Remedyn kannattavuudessa (taulukko 4), sillä tarkastellut luvut ovat liikevaihto- ja liikevoittopohjaisia. Uudet projektit tuottavat kassavirtoja vasta kun niiden pidemmälle kehittämisestä on tehty sopimus kustantajan kanssa, jonka jälkeen kustantaja maksaa Remedyllä tasaisesti tuotannosta. Suurin osa voitoista syntyy pelimyynnistä julkaisun yhteydessä, josta Remedy saa osuutensa sopimuksen mukaan. Siksi Remedy onkin siirtymässä strategiaan moniprojektimalliin, jonka tavoitteena on tasoittaa tilikausikohtaista vaihtelua tuotoissa. Myös tukitoimintojen kiinteiden kulujen jakamisen useammalle projektille voi olettaa parantavan kannattavuutta. Liiketoiminnan laajentaminen kuitenkin vaatii rekrytointeja ja investointeja, joten kannattavuus tulee todennäköisesti pysymään nykyisellä tasolla, kunnes uusi strategia on otettu täysin käyttöön, oletettavasti tilikausilla 2020 - 2021. Investointitarpeiden ja kassavirtojen epävarmuuksien takia Remedy ei jaa osinkoja tilikaudelta 2017. (Inderes 2017, 34; Remedy Entertainment 2018c.)

Taulukko 5. Remedyn vakavaraisuus ja maksuvalmius, 2010-2017.

Vakavaraisuus	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Omavaraisuusaste	44 %	44 %	54 %	62 %	69 %	67 %	74 %	82 %
Nettovelkaantumisaste	-82 %	-17 %	-77 %	-70 %	-83 %	-96 %	-137 %	-95 %
Suht. Velkaantuneisuus	33 %	44 %	24 %	25 %	19 %	19 %	16 %	28 %
VPO Takaisinmaksuaika	1,75	7,12	0,22	0,73	1,08	0,25	0,00	1,13
Maksuvalmius								
Quick Ratio	2,67	1,74	2,45	2,36	3,36	2,85	2,96	8,92
Rahoitustulos-%	10,9 %	3,3 %	27,0 %	8,9 %	3,5 %	6,7 %	20,3 %	9,7 %

Remedyn tase on vahva, sisältäen yli 22 miljoonaa rahaa ja pankkisaamisia, ja Remedy päätti tilikauden 2017 82% omavaraisuusasteella ja -95% nettovelkaantumisasteella (taulukko 5). Vahva tase on yrityksen toiminnan luonteen takia tärkeää, sillä mahdollinen projektin myöhästymisen johtaa tuottajan tuomien rahavirtojen loppumiseen, mutta keskeneräistä projektia ei voi julkaista, joten projekti täytyy tehdä loppuun omasta pussista. Heikkojen tuottojen tilikausien mahdollisuus on myös hyvä syy pitää kiinteät rahoituskulut pieninä. Remedyn edellinen laina maksettiin pois tilikauden 2016, ja uusi noin kahden miljoonan laina otettiin tilikaudella 2017. (Remedy Entertainment 2018c.) (Inderes 2017, 26.)

Suuri määrä pääomaa mahdollistaa myös Remedyn suuremman riskinoton omissa projekteissaan ja paremman aseman arvoketjussa. Pääomalla Remedy pystyy rahoittamaan suuremman osan uusien pelibrändiensä tuotannosta ja markkinoinnista, ja täten saamaan suuremman osan myynnin tuomasta kassavirasta. Moniprojektimallin avulla Remedy pystyy samanaikaisesti tuottamaan julkaisijoiden brändien projekteja alihankintana, pienellä riskillä ja tasaisilla kassavirroilla, sekä ottamaan suurempia riskejä Remedyn omistuksessa olevien brändien kanssa, joissa myös tuottojen mahdollisuudet ovat suuremmat. (Remedy Entertainment 2018c.) (Inderes 2017, 26.)

Taulukko 6. Remedyn osakkeen tunnusluvut tarkasteluhetkellä 23.3.2018.

Osakkeen tunnusluvut	
Osakkeen hinta	5,89€
Osakkeiden lukumäärä	12 072 150
EPS	0,12
P/E	49,13

Remedyn P/E -tunnusluku on tarkasteluhetkellä 23.3.2018 noin 49 (taulukko 6). Indere-sin sijoitustutkimuksessa esitetyn vertailukelpoisen verrokkiryhmän P/E -tunnuslukujen mediaani on 29 (Inderes 2017, 36). Korkea P/E -arvo vertailukohteisiin verrattuna tarkoittaa osakkeen hinnan olevan korkea suhteessa yhtiön tulokseen. Tämän voi tulkita tarkoittamaan sitä, että tällä hetkellä yhtiön osakkeita ostavat sijoittajat uskovat yhtiön tuloksen nousevan tulevina vuosina. Tälle on fundamenttiperusteista pohjaa, sillä vuonna 2017 Remedyn tulosta heikensivät listautumiseen liittyvät kertaluontoiset kulut, sekä moniprojektimalliin siirtymiseen liittyvät investoinnit. Moniprojektimallin voi myös odottaa kasvattavan normaalin liiketoiminnan tuottoja aiempaan verrattuna. Tunnusluvun kehittyminen vertailuarvoon vaatisi tuloksen kasvamista noin kahteen ja puoleen miljoonaan, minkä Remedy on ylittänyt vuosina 2016 ja 2012. Markkinasentimentti siis odottaa Remedyn stabilisoivan liikevoittonsa hieman aiempia ”hyviä tilikausia” matalammalle tasolle.

5.5 Esimerkkianalyysin yhteenveto

Remedy on siis menestynyt ja kannattava suomalainen videopelialan yritys, jonka tulevalle menestykselle on hyvät fundamenttitekijät. Remedyn odotetaan käyttävän vuoden 2017 listautumisannista saatua pääomaa toiminnan laajentamiseen ja uuden strategian käyttöönottoon. Nykyisellä osakkeen hinnalla Remedyn odotetaan tulevaisuudessa menestyvän kohtuullisen hyvin. Erityisen suuret menestykset uusien, omiin pelibrändeihin perustuvien projektien kanssa voivat johtaa odotettua parempaan tulokseen tulevaisuudessa. Liiketoiminnan olennaisimmat riskit ovat pelinkehityksen epäonnistuminen tai viivästyminen, julkaisijakumppanuuksien epävarmuus ja osaavan henkilöstön rekrytoiminen ja palveluksessa pitäminen. Myös nykyisen noususuhdanteen taittuminen laskusuhdanteeksi tai taantumaksi voi heikentää Remedyn pelien myyntiä ja johtaa osakkeen arvon alenemiseen.

6 Päätäntö

6.1 Johtopäätökset

Fundamenttianalyysi on hyödyllistä, ja piensijoittaja pystyy käyttämään sen menetelmiä sijoitustoimintansa apuna. Fundamenttianalyysin tuottamat suorat, rahalliset ja mitattavat edut piensijoittajalle esimerkiksi alihinnoiteltujen osakkeiden löytämisen kautta ovat kuitenkin pienet. Saatavilla olevan informaation suuri määrä, sen tulkitsemisen vaikeus sekä samoilla markkinoilla kilpailevien toimijoiden määrä rajoittavat analyysiprosessin tuomia taloudellisia etuja. Yksittäiseen osakkeeseen sijoittavalle piensijoittajalle yrityksen ja sen toimialan analysoiminen on kuitenkin erittäin suositeltavaa oman pääoman ehtoiseen sijoittamiseen liittyvien riskien takia.

Oikein tehty fundamenttianalyysi tarjoaa sijoittajalle tarvittavan tiedon informoituun päätöksentekoon. Keräämällä tietoa kohdeyrityksestä ja sen toimintaympäristöstä ja analysoimalla kerättyä tietoa sijoittaja voi tehdä johtopäätöksiä kohteen tulevasta menestyksestä ja siihen liittyvistä riskeistä. Hyvin tehty analyysi antaa sijoittajalle myös edellytykset ymmärtää miten liiketoiminnassa tai toimintaympäristössä tapahtuvat muutokset vaikuttavat analyysin kohteeseen. Huolellinen fundamenttianalyysi antaa perustan ennusteiden luomiselle sekä nykyarvo- ja kassavirtapohjaisten arvonmäärittäytökalujen käytölle. Analyysi on kuitenkin melko monimutkaista ja aikaa vievää sen tarjoamiin suoriin taloudellisiin etuihin verrattuna.

Case-tutkimus esitti fundamenttianalyysin prosessia käytännön tapauksen kautta. Case-tutkimus toteutui mielestäni hyvin, soveltaen suurta osaa esitetystä teoriasta käytännössä. Tehty analyysi loi näkemyksen yrityksestä ja sen asemasta markkinoilla, sekä tutki yrityksen tulevaisuudenodotuksia ja markkinasentimenttiä. Pienisijoittajan todellinen fundamenttianalyysi kuitenkin eroaa todennäköisesti esitetystä analyysistä huomattavasti. Todellisuudessa analyysiprosessi voi olla kasvava lista tietolähteitä, uutisia ja ennusteita, sekä koottuja tilinpäätös- ja tunnuslukutaulukoita. Analyysin kirjallisessa purkamisessa on kuitenkin etuja, sillä sijoittaja voi palata aiemman analyysinsä pariin ja verrata odotuksiaan toteutuneeseen kehitykseen.

Fundamenttianalyysin perusteet ovat sovellettavissa osakesijoitusten lisäksi myös elämän muihin sijoituksiin ja hankintoihin. Asuntokauppaa tekevän kannattaa tutustua taloyhtiön talouteen ja historiaan sekä asunnon paikkakuntaan. Työnhakijan kannattaa ottaa selvää työnantajan toiminnasta, nykytilanteesta ja menneisyydestä. Tuotetta ostavan kannattaa tehdä tuotevertailua ja tutustua alan toimijoihin. Siksi pidän fundamenttianalyysin suurimpana hyötynä prosessin harjoittamaa tiedonhaun, analyysin ja kriittisen ajattelun taitoa, kohteesta ja sen toimintaympäristöstä muodostetun ymmärryksen lisäksi.

6.2 Työn arviointi

Työssä pyrin esittämään fundamenttianalyysin perusteet teoreettisen viitekehyksen kautta, sekä vastaamaan tutkimuskysymykseeni tekemällä teoriaa hyödyntävän case-tutkimuksen. Esitetty teoria perustuu alan kirjallisuuteen sekä alan vakiintuneisiin käytäntöihin, ja esitettyä teoriaa sovelletaan suoraan case-tutkimuksessa. Kohdeyleisön, aiheen laajuuden sekä rajoitettujen resurssien takia esitetty teoria ei syventynyt yksittäisiin aiheisiin erityisen tarkasti, vaan sisältää katsauksen yrityksen sisäisiin ja ulkoisiin fundamenttitekijöihin sekä taloudellisten tietojen lukemiseen. Tavoitteena oli tarjota lukijalle lähtöpiste aiheeseen perehtymiselle ja oman analyysin tekemiselle, minkä koin onnistuneen hyvin. Kohdeyleisön takia myös monimutkaisemmat fundamenttianalyysiin liittyvät konseptit, kuten aika-arvo, arvonmääritysmenetelmät, sijoittajan tuotto-odotus sekä ennusteiden luominen rajattiin työn ulkopuolelle. Työ löysi vastauksen tutkimuskysymykseen soveltamalla esitettyä teoriaa case-tutkimuksen kautta ja arvioimalla prosessin hyötyjä johtopäätökset -luvussa.

Lähteet

Balance Consulting 2018. Talouden tärkeimmät tunnusluvut. [Http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut](http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut). Luettu 20.10.2017

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter 2011. Corporate finance. Second Edition. Global Edition. Pearson Education, Boston.

Hirsjärvi, Sirkka & Remes, Pirkko & Sajavaara, Paula 2009. Tutki ja kirjoita. 15. uudistettu painos. Tammi, Helsinki.

Investopedia 2018. Evaluating the Board of Directors. [Https://www.investopedia.com/articles/analyst/03/111903.asp](https://www.investopedia.com/articles/analyst/03/111903.asp). Luettu 10.3.2017

Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko 2012. Osakkeen arvonmäärittäminen – Onnistunut sijoituspäätös. Talentum, Helsinki.

Malkiel, Burton G 1999. A Random Walk Down Wall Street. Seventh Edition. W.W. Norton & Company, New York.

Melender, Tommi 2017. Vallihauta turvaa tuotot. Arvopaperi. 37. Vuosikerta (9). Alma Media, Helsinki. 30-31.

Neogames Finland Association 2017. Finnish Game Industry 2016 Report. [Http://www.neogames.fi/wp-content/uploads/2017/04/Finnish-Game-Industry-Report-2016.pdf](http://www.neogames.fi/wp-content/uploads/2017/04/Finnish-Game-Industry-Report-2016.pdf). Luettu 10.3.2017

Newzoo 2017. Newzoo Global Games Market Report 2017 | Light Version. [Https://resources.newzoo.com/hubfs/Reports/Newzoo_Global_Games_Market_Report_2017_Light.pdf](https://resources.newzoo.com/hubfs/Reports/Newzoo_Global_Games_Market_Report_2017_Light.pdf). Luettu 10.3.2017

Penman, Stephen 2001. Financial statement analysis and security valuation. International edition. McGraw-Hill, New York.

Porter, Michael E 1998. Competitive advantage Creating and Sustaining Superior Performance. The Free Press, New York.

Rautanen, Mikael & Ruotsalainen, Joni 2017. Remedy Entertainment Sijoitustutkimus. [Https://www.inderes.fi/system/files/company-reports/remedy_ipo-tutkimus_2017_0.pdf](https://www.inderes.fi/system/files/company-reports/remedy_ipo-tutkimus_2017_0.pdf) Luettu 10.3.2017

Remedy Entertainment 2018a. Toimitusjohtaja ja Johtoryhmä. [Https://www.remedygames.com/fi/sijoittajille/hallinnointi/toimitusjohtaja-ja-johtoryhma/](https://www.remedygames.com/fi/sijoittajille/hallinnointi/toimitusjohtaja-ja-johtoryhma/). Luettu 10.3.2017

Remedy Entertainment 2018b. Vuosikertomus 2017. [Https://2qyvea42zxl2lzbajpdvgw-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2018/03/Remedy-vuosikertomus-2017.pdf](https://2qyvea42zxl2lzbajpdvgw-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2018/03/Remedy-vuosikertomus-2017.pdf). Luettu 10.3.2017

Remedy Entertainment 2018c. Tilinpäätös 2017. [Https://2qyvea42zxl2lzbajpdvgw-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2018/03/Remedy-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2017.pdf](https://2qyvea42zxl2lzbajpdvgw-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2018/03/Remedy-tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s-2017.pdf). Luettu 10.3.2017

Salmi, Ilari 2012. Mitä tilinpäätös kertoo. Edita Publishing, Helsinki.

UF Business Library 2017. Investment Research Tutorial. [Http://business-library.uflib.ufl.edu/investmentresearch](http://business-library.uflib.ufl.edu/investmentresearch). Luettu 10.3.2017

Vilkkumaa, Matti 2010. Yrityksen menestyksen mittarit – tunnusluvut, yrityksen hinnan määrittäminen & tilinpäätösanalyysi. Yrityskirjat, Helsinki